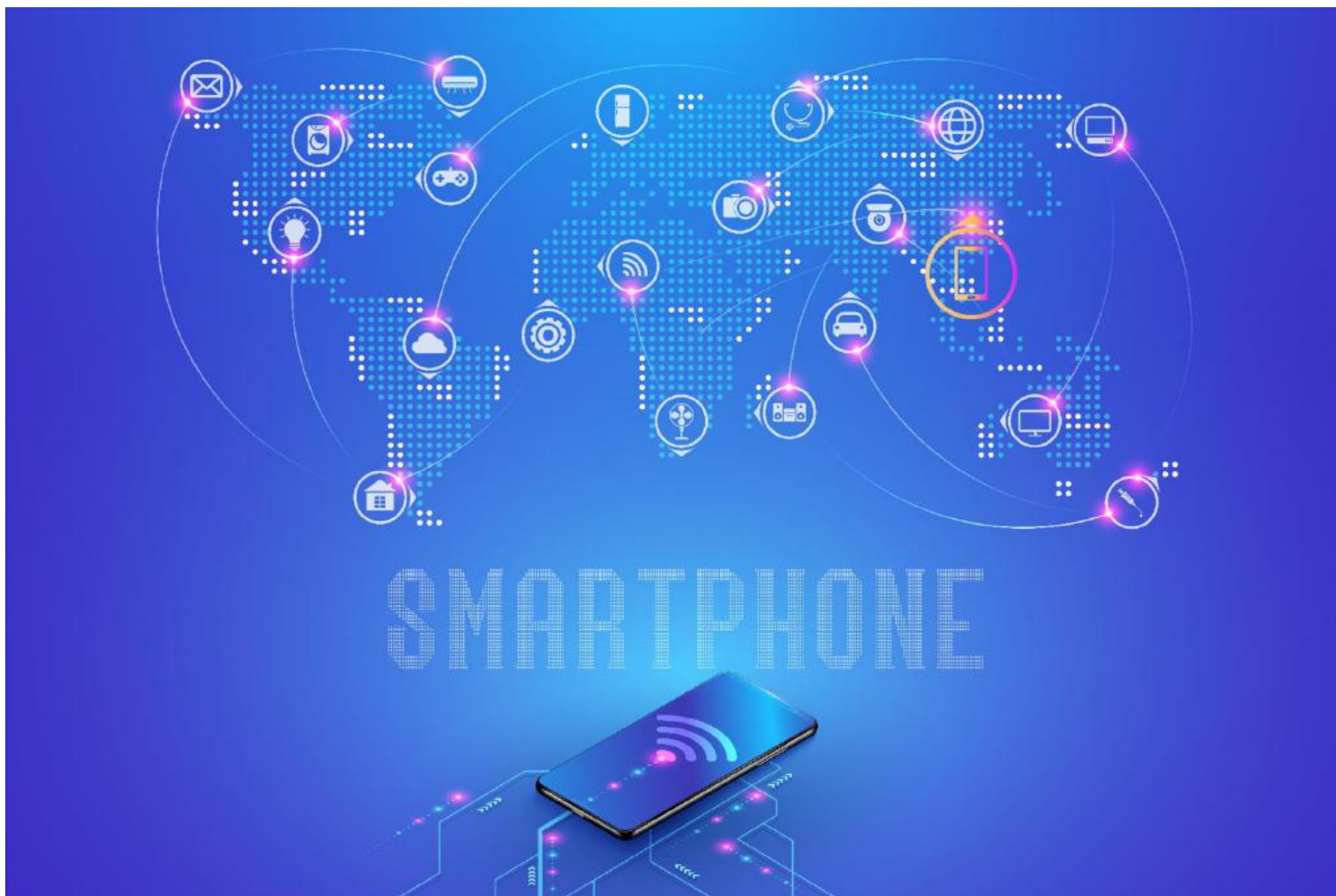
2020 年 9 月 1 日



中国智能手机品牌征战全球

首次覆盖

过去十年，中国智能手机品牌拿下中国市场 85%的份额。未来五年，凭借中国的制造、5G 的普及和积累的经验，中国智能手机品牌将豪取海外市场 10%的份额，在 2024 年夺走 42% 的份额。中国品牌力量会是未来智能手机行业的最强音。我们首次覆盖小米（1810.HK）、传音控股（688036.CH）、比亚迪电子（285.HK）、闻泰科技（600745.CH），均给予“买入”评级。我们认为小米是中国智能手机品牌海外扩张的最优标的，是这四只股票中的首选。

沈岱（科技分析师）
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

杨子超（助理分析师）
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.nblax520.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦............

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群



目录

中国手机品牌海外扩张 7
2021-2022 年全球智能手机出货恢复增长 7
中国智能手机品牌持续在海外夺取份额 13
5G 带动智能手机需求从底部回暖 20
5G 初期的换机需求推动智能手机行业恢复成长 20
5G 周期会支撑中国品牌比较持久的成长 24
中国 ODM 与 EMS 厂商助力中国智能手机品牌征战全球 26
中国 ODM 厂商出货量需求优于智能手机整体市场 27
ODM 厂商的集中度进一步增加 28
中国 EMS 厂商有望抢夺其他地区 EMS 厂商份额 29
附录：OEM、EMS、ODM、IDH 30
智能手机行业代工模式定义 30
智能手机代工行业产业链关系 31
宏观风险与波动整体可控 32
华为受到美国出口限制的风险 32
2020 年三季度智能手机需求走弱，四季度有所恢复 35
中国手机品牌是中国科技行业未来方向 37
小米（1810.HK）首次覆盖：夜空中最亮的星 40
智能手机业务稳健增长 43
小米稳住中国的基本盘 44
海外的快速扩张 47
用 IoT 产品和小米生态链构建护城河 50
小米生态链丰富 52
小米有品电商高增长 53
互联网增值业务走向国际 54
竞争格局 56
财务分析与预测 58
风险提示 62
估值 63
小米股价上行风险分析 66
SPDBI 乐观与悲观情景假设 67
公司背景 68
财务报表 69
传音控股（688036.CH）首次覆盖：想象不到的非洲王者 72
非洲之王 75
非洲手机市场概览 75
传音在非洲手机业务保持增长 77
走出非洲 82

借助手机向数码产品和家电拓展 84
竞争格局 86
财务分析与预测 88
风险提示 92
估值 93
SPDBI 乐观与悲观情景假设 95
公司背景 96
财务报表 97
比亚迪电子（285.HK）首次覆盖：国内 EMS 龙头崭露头角 100
崛起中的 EMS 业务 103
手机组装出货量稳健成长推动 EMS 业务扩张 103
EMS 规模效应带来的毛利率改善 104
手机结构件份额持续提升 105
金属结构件：保持稳定 105
玻璃和陶瓷结构件：高速增长 106
以智能手机为中心向智能穿戴、汽车电子扩张 108
新型智能产品 108
汽车智能系统 108
口罩业务 109
竞争格局 110
财务分析与预测 112
风险提示 115
估值 116
SPDBI 乐观与悲观情景假设 118
公司背景 119
财务报表 120
闻泰科技（600745.CH）首次覆盖：双翼齐飞 123
ODM 龙头持续发力 126
三星和 OPPO 的 ODM 机型增加 126
5G 向中低端机型渗透带动平均单价提升 128
战略收购安世半导体 129
安世半导体是国内半导体稀缺标的 129
闻泰协助安世半导体拓展中国市场和消费电子市场 131
竞争格局 132
财务分析与预测 134
风险提示 137
估值 138
SPDBI 乐观与悲观情景假设 141
公司背景 142
财务报表 144



中国智能手机品牌征战全球

2020 年 9 月 1 日

在巩固中国市场 85%份额的基础上，中国智能手机品牌会继续提升海外市场的份额。我们预计中国品牌在海外的市场份额会从 2019 年的 32%增加到 2024 年的 42%。这份增长会成为智能手机行业中最靓丽的增长曲线。我们首次覆盖小米（1810.HK）、传音控股（688036.CH）、比亚迪电子（285.HK）和闻泰科技（600745.CH），给予四家公司“买入”评级。

- **中国品牌智能手机出货量持续增长：**中国智能手机品牌，华为、OPPO、vivo、小米和传音，2015 年到 2019 年的智能手机出货量复合增长率为 23%，远高于全球同期-1%的复合增长率。我们认为中国智能手机品牌的强劲表现在未来五年依然延续。我们预计 2021 年和 2022 年，中国品牌智能手机出货量将成长 10%和 7%，2020 年到 2024 年的复合增长率为 6%；这三个增长率都高于全球水平。

  - **中国智能手机品牌抢夺海外市场份额：**凭借中国市场巨大的基本盘以及复制中国市场的成功经验，包括渠道的建设、品牌力的营造、IoT 产品的联动等方式，中国智能手机品牌不仅可以在印度等发展中地区获得成功，更加可以在发达市场，如欧洲，斩获份额。我们相信中国手机品牌未来 5 年海外份额将持续增长。

  - **5G 周期支撑中国品牌的中长期成长：**不同于 4G 时代，中国手机品牌，是中国 5G 普及的推动力，也是全球 5G 的开拓者和引领者。我们预计 2021 年和 2022 年，中国会贡献全球 75%和 49%的 5G 智能手机。从 2022 年开始，海外发达地区进入 5G 换机周期。我们相信这会推动中国品牌持续成长。

  - **中国供应链协助中国品牌征战全球：**中国智能手机代工厂的成本优势、反应速度以及前沿科技将保证中国品牌的手机产品是最具有竞争力的，为中国手机品牌的出海之路保驾护航。

  中国智能手机海外扩张的受惠标的：

  - **小米（1810.HK）**：中国品牌征战海外市场的急先锋
  - **传音控股（688036.CH）**：从非洲向其他新兴发展中地区拓展
  - **比亚迪电子（285.HK）**：打造中国大陆 EMS 龙头助力中国品牌
  - **闻泰科技（600745.CH）**：从 ODM 龙头向半导体行业大踏步

- **投资风险：** 首先，全球智能手机的需求会受到全球疫情的影响。全球疫情的反复会导致智能手机需求的下降、恢复缓慢以及供应链停工停摆带来的产能下降。其次，中美贸易冲突加剧会带来部分手机品牌出海困难，从而导致智能手机需求的下降。

小米	1810. HK
评级	买入
目标价	HK$35.0
潜在升幅	49%
2021 年 PE	27.1
2021EPS 增速	52%

传音控股	688036.CH
评级	买入
目标价	Rmb158.0
潜在升幅	41%
2021 年 PE	32.9
2021EPS 增速	26%

比亚迪电子	285. HK
评级	买入
目标价	HK$40.0
潜在升幅	22%
2021 年 PE	11.1
2021EPS 增速	19%

闻泰科技	600745.CH
评级	买入
目标价	Rmb190.0
潜在升幅	38%
2021 年 PE	38.6
2021EPS 增速	18%

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

图表 1：智能手机市场关键数据预测

指标	维度	未来趋势	浦银国际预测
全球及主要地区智能手机出货量预测			
全球智能手机	出货量	复苏	2021 年和 2022 年，同比增长 9%和 3%
中国智能手机	出货量	复苏	2021 年和 2022 年，同比增长 8%和 2%
印度智能手机	出货量	低位反弹	2020 年到 2024 年复合增长率 8%
中国品牌智能手机出货量及份额预测			
中国品牌智能手机	出货量	持续增长	2020 年到 2024 年复合增长率 6%
中国品牌智能手机	全球出货量份额	海外扩张	从 2019 年的 46%增加到 2024 年的 54%
中国品牌智能手机	海外出货量份额	海外扩张	从 2019 年的 32%扩张到 2024 年的 42%
5G 智能手机出货量及渗透率预测			
全球 5G 智能手机	出货量	高速增长	2020 年到 2024 年复合增长率 45%
全球 5G 智能手机	出货量渗透率	稳定提升	从 2020 年的 23%稳步提升到 2024 年的 89%
中国 5G 智能手机	出货量	高速增长	2021 年和 2022 年同比增长 59%和 13%
中国 5G 智能手机	出货量渗透率	快速提升	从 2020 年的 60%增加到 2022 年的 97%
海外 5G 智能手机	出货量	高速增长	2020 年到 2024 年复合增长率 83%
海外 5G 智能手机	出货量渗透率	接棒中国成长	从 2020 年的 9%增加 2022 年的 57%，再增加到 2024 年的 85%
中国 ODM 手机出货量与集中度预测			
中国 ODM 手机	出货量	稳定增长	2020 年到 2023 年，每年增加约 3000 万台 ODM 机型
中国 ODM 前三大品牌	集中度	进一步提高	从 2019 年的 93%继续提升到 2022 年的 95%
中国换机周期分析			
中国智能手机用户	换机周期	缩短	从 2020 年的 5.4 年缩短为 2021 和 2022 年的 5 年

资料来源：浦银国际预测

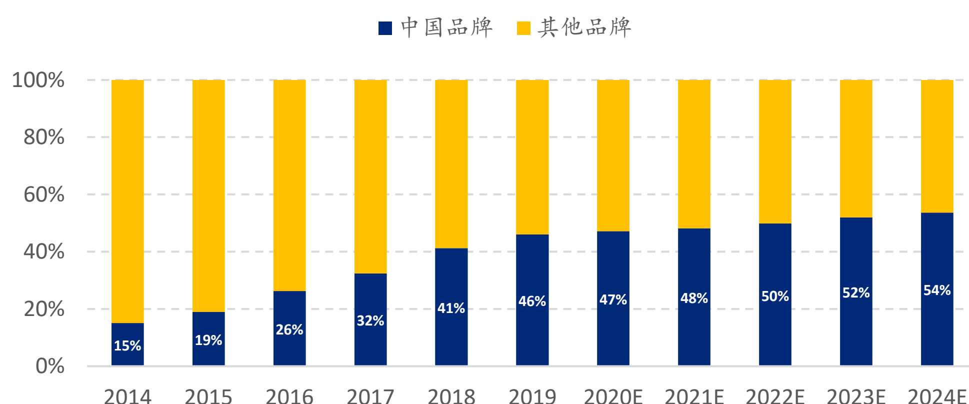
中国智能手机品牌征战全球之路

回顾 2010 年至 2020 年的这 10 年，科技行业给大家带来最深刻的变革之一就是智能手机的普及。这是在发达国家引领下的全球性的变革。这一过程伴随着 4G 通信网络的全球建设、从个人电脑到移动互联网的转型、以及智能手机品牌巨头的变迁。这持续十年的变革也给中国带来了机遇，推动中国制造能力的提升、智能手机供应链的崛起，同时也给中国的智能手机品牌走向世界的机会。

这十年的时间铸就了中国四大智能手机华为、OPPO、vivo 和小米的成长，也帮助传音在非洲市场大获成功。在 2014 年和 2015 年，初出茅庐的中国智能手机品牌小米登顶中国智能手机出货量第一的宝座。次年，即 2016 年，中国智能手机出货量的桂冠被 OPPO 夺得。在 2017 年之后，直至 2019 年，并预计在 2020 年，华为都成功拿下中国智能手机第一的位置。根据 IDC 的数据，华为在 2020 年二季度第一次成为全球智能手机出货量第一名。而这也仅仅是中国智能手机品牌在过去十年成长的缩影。

根据 IDC 的数据显示，在 2019 年中国这五大智能手机品牌合计斩获全球 46%的份额，甚至超过了两大国际巨头苹果和三星合计份额的 35%。那中国品牌未来的路在何方，中国的品牌能否在全球竞争格局中再创辉煌，中国的巨头能否成长为国际的巨头？站在此时此刻历史的节点，尽管全球疫情、中美冲突带来很多挑战，但是我们依然觉得机遇大于挑战。我们试图在这篇报告中跟大家分享我们对于中国智能手机品牌未来方向的思考和判断。

图表 2：中国五大智能手机品牌的全球份额：2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

中国手机品牌海外扩张

核心观点

- **未来两年全球智能手机出货量或需求步入上升通道**
- **中长期看，中国智能手机品牌会在海外继续增加份额**

● 2021-2022 年全球智能手机出货恢复增长

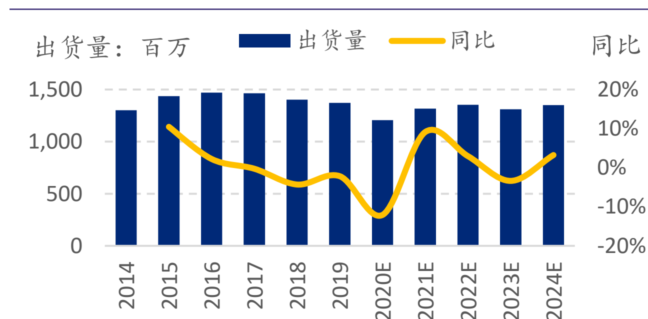
1. 全球智能手机概览

2016 年，全球智能手机出货量达到历史最高峰，年出货量达到 14.7 亿部。此后三年，全球智能手机出货量连续下降至 2019 年的 13.7 亿部。而全球智能手机的销售额规模则是在 2018 年达到峰值的 4,833 亿美元，然后才在 2019 年回落为 4,582 亿美元。全球智能手机的平均单价在 2016-2018 年也保持了上升势头。在这个过程中，中国智能手机的出货、销售额规模、平均单价表现趋势几乎与全球智能手机出货表现保持一致，毕竟中国在过去几年中贡献了全球 27%-32%份额的智能手机需求。

回到今年，2020 年，我们预测全球智能手机出货量同比下降 12.1%，在 2019 相对低的基数上进一步下降。主要原因来自于 2020 年年初新冠疫情带来的中国供应端的停摆，然后蔓延至全球带来的需求减弱。因此，我们判断 2020 年的 12.1 亿部的出货量将会是未来 5 年的最低点。

2021 年、2022 年，我们预测全球智能手机出货量将会分别同比增长 9%、3%。我们也可以理解为全球用两年的时间把需求恢复到 13.6 亿部，接近 2019 年的需求水平。我们认为**未来两年的复苏需求来自于：1）中国以及发达国家在 5G 初期的换机需求，2）发展中国家，比如印度、非洲国家的功能机向智能手机的切换需求。**

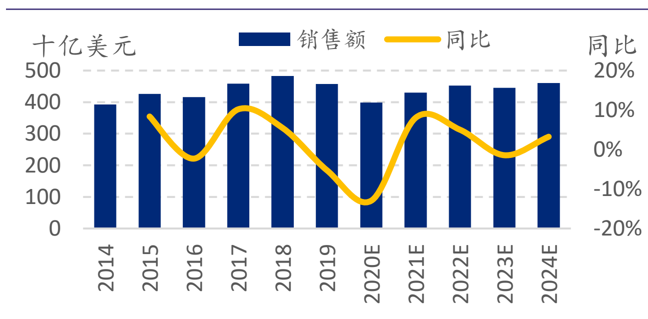
图表 3: 全球智能手机出货以及预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球智能手机销售额规模以及预测



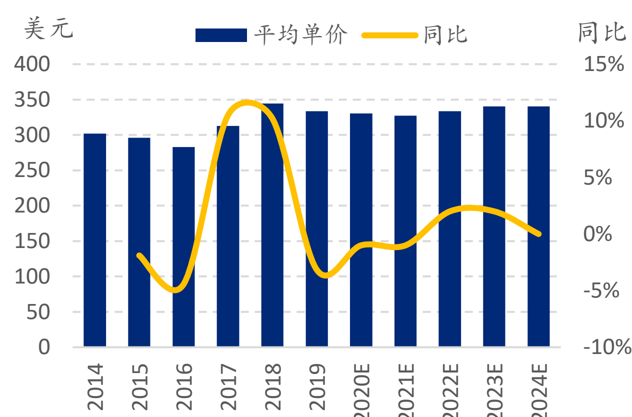
E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

在 2021 年至 2022 年，我们预测全球智能手机营收规模也会跟随出货量增长恢复，只是恢复速度将弱于出货量增速。这其中主要原因来自于经济周期恢复过程中，中低端手机的需求恢复速度相对高端需求更快，因而带来智能手机行业平均单价下行。

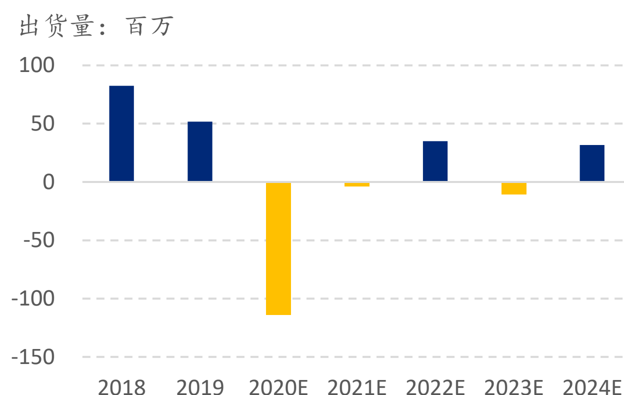
按照全球 4G 智能手机这个 10 年的大周期的历史经验判断。5G 初期，即 2020 年至 2022 年，全球智能手机出货量首先会被中国 5G 需求带动，然后海外发达地区逐步接棒中国，持续带动需求。但是之后，我们判断全球智能手机会在 13.2 亿的中值需求位上下波动。5G 中期，我们认为随着渗透率的提升以及潜在的 5G 新应用的诞生，有望推动智能手机中高端需求比例提高。到了 5G 后期，全球智能手机会回落到 13.2 亿中值需求的下方。同时，慢慢接入 6G，再次步入需求复苏通道。

图表 5: 全球智能手机平均单价及预测：2014-2024E



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 全球智能手机出货及预测：围绕 13.2 亿部的中值需求波动：2018-2024E



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

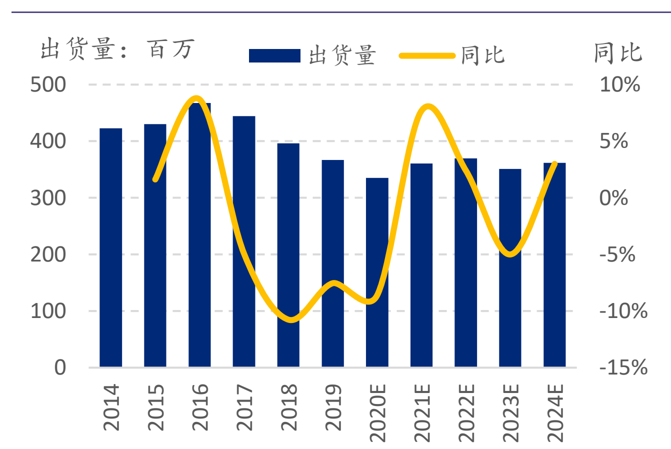
2. 中国引领海外，带动智能手机需求复苏

在2016年之前，中国对于全球智能手机出货量都有显著的拉动作用。在2016年，中国达到智能手机年出货量历史峰值的4.67亿部，占据全球32%的份额。在2017年至2019年之间，中国地区智能手机需求的下滑也拖累全球智能手机连续三年下降。在2019年，中国智能手机出货量为3.67亿部，同比下降8%，与2016年峰值相比更是下降了21%。我们认为过去三年中国智能手机出货下降主要原因为：1）中国智能手机渗透率已经较高，新增手机用户手机需求显著下降，2）中国智能手机用户换机周期拉长导致换机需求下降。

我们预测2020年中国智能手机出货量会进一步下降9%，这是由于一季度新冠疫情带来供应链停摆以及二、三季度国家经济恢复过程的需求减弱导致。但是，我们判断今年整体会呈现持续的环比复苏态势，并且在四季度出货量有望同比翻正。根据近期供应链的渠道调研中了解到手机品牌对于今年全年出货量预测有下调，因此我们判断今年三季度会呈现旺季不旺的趋势，而四季度会相对于三季度改善。

我们预计中国智能手机2021年和2022年会持续复苏。这主要受惠于5G初期中国智能手机换机周期缩短带来的换机需求。同时，我们也预计中低端的需求复苏速度是会快于中高端的复苏需求。因此，中国智能手机平均单价也会在2020-2022年有所下降。

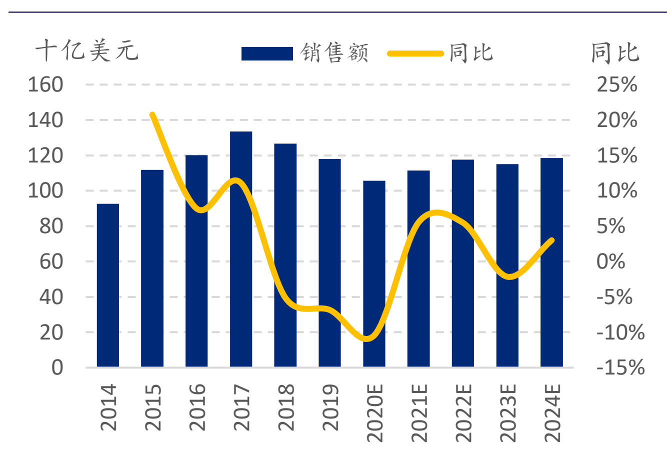
图表 7: 中国智能手机出货以及预测 2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 中国智能手机营收规模以及预测 2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

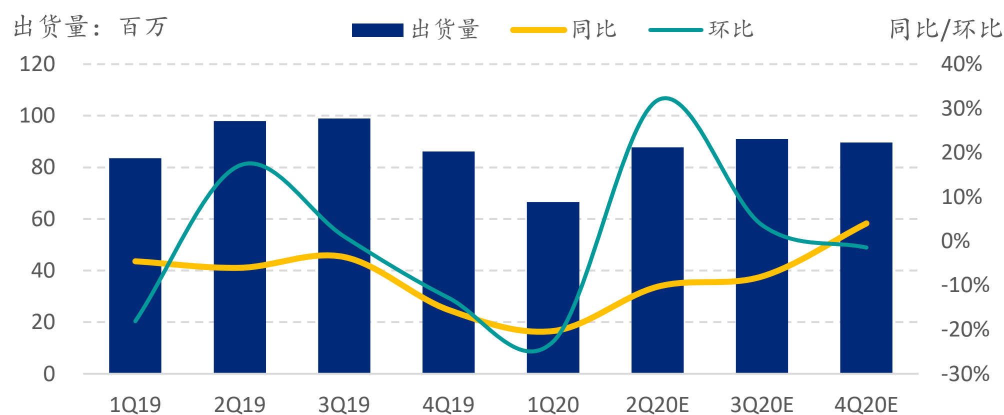
图表 9：中国智能手机用户换机周期分析以及预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
智能手机用户（百万）											
2G/3G	1,192	862	566	415	368	303	238	161	82		
4G	99	415	761	1,006	1,175	1,293	1,268	1,085	846	674	494
5G						8	133	422	773	1,048	1,244
用户数	**1,291**	**1,276**	**1,328**	**1,421**	**1,543**	**1,604**	**1,639**	**1,669**	**1,701**	**1,722**	**1,738**
同比	*4.7%*	*-1.2%*	*4.0%*	*7.0%*	*8.6%*	*4.0%*	*2.2%*	*1.8%*	*1.9%*	*1.3%*	*0.9%*
中国智能手机出货量（百万）											
增量用户	58	- 15	51	94	122	61	35	30	32	22	16
换机用户	366	445	416	351	275	305	300	331	337	329	346
出货量	**423**	**430**	**467**	**444**	**397**	**367**	**335**	**361**	**369**	**351**	**362**
同比	*19.7%*	*1.6%*	*8.7%*	*-4.9%*	*-10.8%*	*-7.5%*	*-8.6%*	*7.6%*	*2.3%*	*-4.8%*	*3.1%*
换机周期											
换机的出货量	366	445	416	351	275	305	300	331	337	329	346
换机比例	28.9%	34.6%	32.0%	25.5%	18.5%	19.4%	18.5%	20.0%	20.0%	19.2%	20.0%
换机周期（年）	3.5	2.9	3.1	3.9	5.4	5.2	5.4	5.0	5.0	5.2	5.0
换机周期（月）	41	35	38	47	65	62	65	60	60	62	60

E=浦银国际预测

资料来源：中国移动、中国联通、中国移动、IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 10：中国智能手机季度出货及预测：2019-2020E：2020 年下半年持续恢复



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

3. 海外需求复苏有差异

- **短期看，发达地区优于发展中地区；**
- **长期看，发展中地区依然有较大的潜力。**

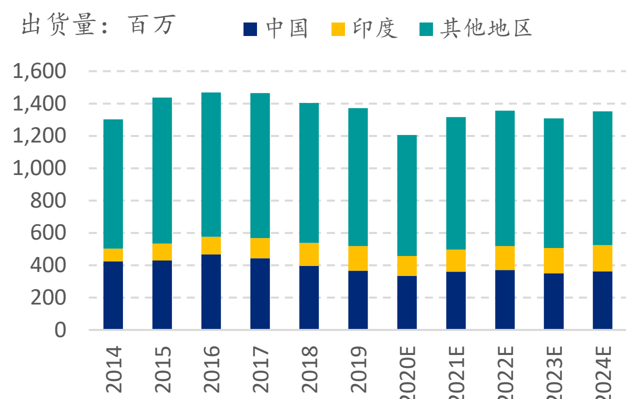
在过去三年中，海外整体智能手机出货量保持相对稳定，处于略高于 10 亿部的出货水位。我们预测海外需求今年会有 13%的下滑，下降至大约 8.7 亿部的水位，然后在 2021 和 2022 年重回增长。但是，我们预计海外智能手机出货量可能需要更长的时间才能重回 10 亿部中值水位的需求。因为海外经济受到新冠疫情影响的持续时间，相对于中国会更久，因此复苏的速度会更加缓和。

不可否认的是，在过去三年中，印度地区独树一帜扛起了全球智能手机出货增长的半壁江山。在 2017、2018 和 2019 年中，印度的智能手机出货量保持了同比 14%，13%，8%的高增长，远高于全球和中国手机增速。但是，在今年二季度，随着新冠疫情在印度的暴发，直接导致该地区智能手机出货暴跌。根据 Canalys 的最新统计，2020 年二季度印度智能手机同比下降 48%，远远高于中国一季度的智能手机下滑幅度。因此，我们预测印度今年智能手机出货量会有 20%的下降。

目前，我们从供应链了解到，欧洲的智能手机需求在稳步恢复到接近疫情之前的水平，而印度等地的需求还没有恢复到疫情之前的水平。并且由于发达国家经济恢复的韧性更加强，我们也判断今年下半年至明年上半年，海外发达地区的手机需求恢复速度是快于海外发展中地区的发展速度。

在 2019 年，印度地区、非洲地区的智能手机占全部手机（功能机+智能机）出货比例还相对较低，分别只有 54%和 41%，明显小于全球和中国智能手机渗透率的 76%和 95%。根据 IDC 的预测，撒哈拉以南的智能手机渗透率将从 2018 年的 39%上升到 2025 年的 67%。我们按照非洲地区大约 12 亿人口计算，在 2018 年至 2025 年有大约 3 亿部的新的智能手机用户增量。这也是全球智能手机需求推动力之一。

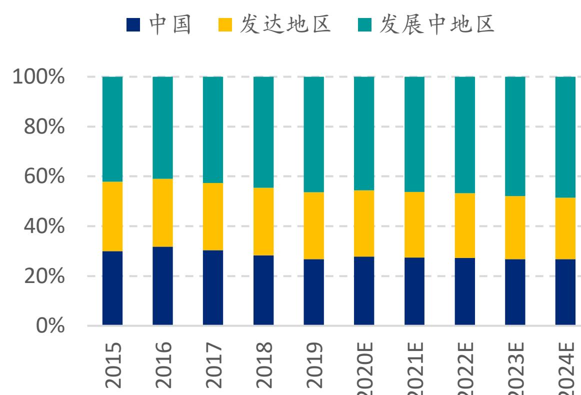
图表 11: 全球智能手机出货以及预测按照地区拆分：2014-2024E（中国、印度、其他）



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 12: 全球智能手机出货量份额按照地区拆分：2014-2024E:（中国、发达地区、发展中地区）



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

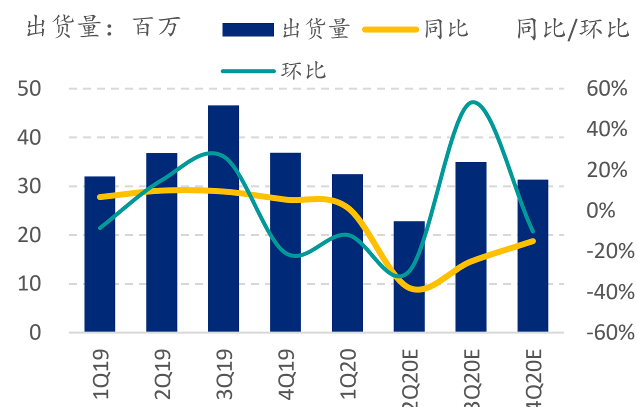
图表 13: 印度智能手机出货：2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 印度智能手机季度出货：2019-4Q20E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

● 中国智能手机品牌持续在海外夺取份额

在报告开篇提到过，2014 年小米出货量第一次问鼎中国智能手机。这也是进入智能手机时代后，中国品牌第一次夺得中国第一。也就意味中国品牌第一次有实力超越诺基亚时代之后的巨头之一——三星。也正是在这段时期，四大中国手机品牌——华为、OPPO、vivo、小米，在国内的智能手机市场脱颖而出。这期间伴随的是三星在国内市场的迅速衰落以及其他无数的中国中小手机品牌的诞生和消亡。

2018 年，小米在印度市场超越三星登顶了印度智能手机第一。同一年，华为异军突起，作为中国手机品牌第一次迈入 2 亿部的关卡，仅仅华为一家的智能手机的体量就达到了三星的 2/3。而另辟蹊径出海非洲的中国品牌传音也在非洲市场成功超越诺基亚和三星的功能机和智能机的份额，成为非洲之王。

截止 2019 年，中国的这五大手机品牌，于手机（功能机+智能机）市场份额中，在中国取得 84.5%的份额，在印度夺得 59.5%的份额，在中东非地区获取 46.1%份额。也就意味着，在这占据全球智能手机 49%的三个市场中，中国手机品牌已经拥有 70%的份额。这是目前中国品牌已经取得的成就，这同时也是需要中国品牌依然继续去守护的成绩。

展望未来，我们的判断和预测如下：

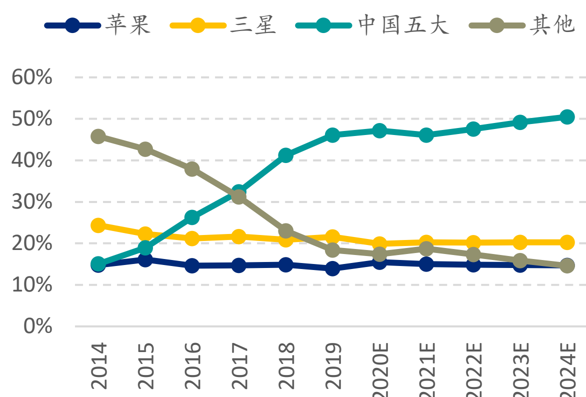
- **中国市场红利已经被瓜分，各大中国品牌保持目前的平衡局面**
- **中国品牌在印度和非洲市场份额增加已经相对有限，但仍可以享受这两块市场智能手机自然增长的需求**
- **亚太地区（除印度、中国）仍然有份额增长空间**
- **发达地区，尤其是西欧，是近两年中国品牌进入的重点区域，也是中国品牌未来会投入大量资源的地区**

中国品牌下一个战场是欧洲，是华为已经成功打入但是却因为中美冲突不得不拱手相让的市场。历史的责任这次从华为的肩上转移到了小米、OPPO、vivo 的肩上。我们预计，在 2024 年，中国五大品牌会在全球市场中拿下 54%的份额。而这个过程会带来海外小品牌的消亡以及三星部分份额的丢失。

我们认为中国品牌有能力在欧洲夺取份额的优势在于：

- **中国市场有足够体量为中国品牌奠定自己的基本盘和规模**
- **中国手机品牌可以将自身在中国的成功经验复制到海外市场**
- **中国市场配套的供应链中的企业为中国手机品牌提供最领先的技术和制造能力**

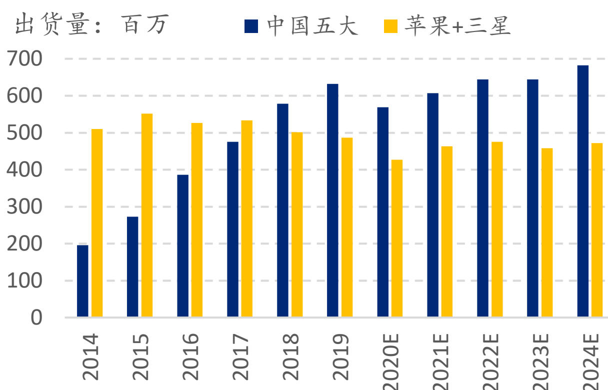
图表 15: 全球智能手机出货量份额按照品牌拆分：2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

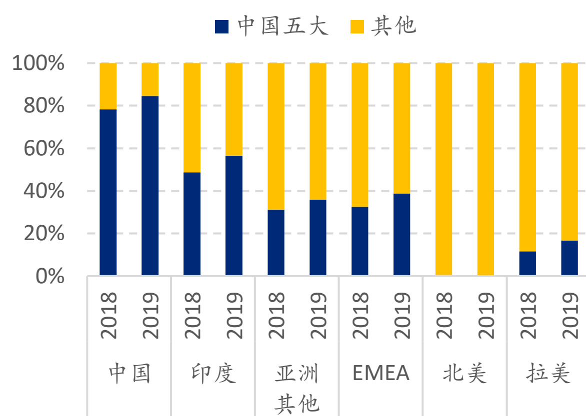
图表 16: 全球智能手机出货量及预测：2014-2024E：中国五大 vs 三星+苹果



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

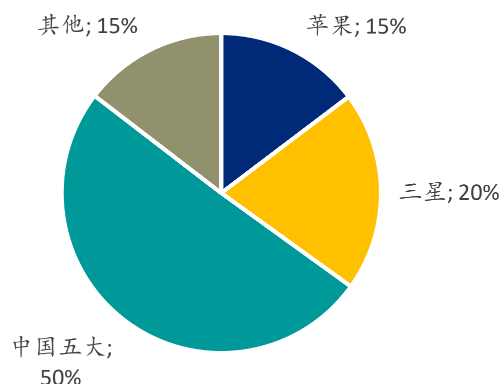
图表 17: 中国五大智能手机品牌份额在全球各份额比较



注释：EMEA，Europe, Middle East and Africa，欧洲、中东和非洲

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 18: 2022 年全球智能手机份额预测按照品牌拆分



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际预测

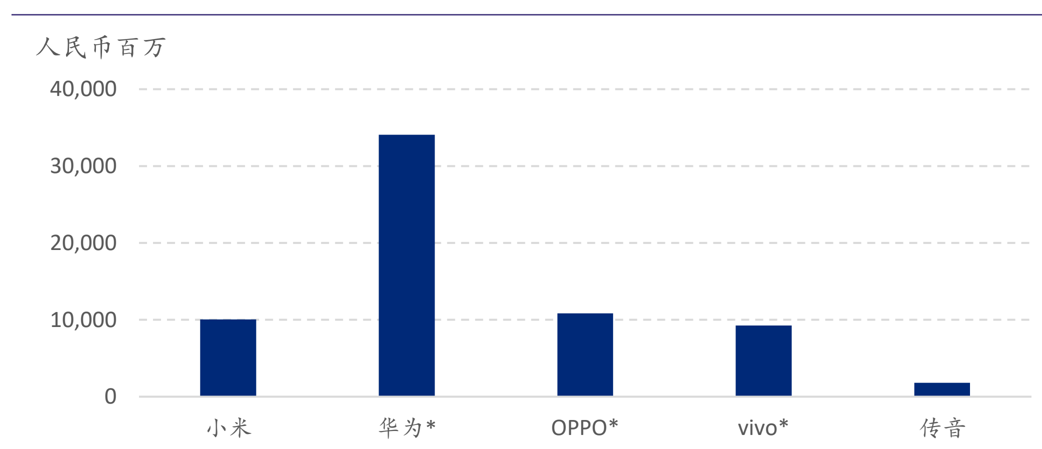
1. 中国市场是中国品牌出海的基本保障

在 2019 年，华为、OPPO、vivo、小米的全球出货量分别为 2.41 亿、1.14 亿、1.10 亿、1.26 亿，而这四个品牌在中国的出货量分别约为 1.41 亿、6300 万、6700 万、4000 万。仅仅以这四个品牌中国的出货量就排在 2019 年全球智能手机品牌出货量的第三、七、八、九的位置。也就是说，**这四个中国品牌即使不统计海外出货量，仅仅中国地区的智能手机出货量也超过了几乎所有除了三星和苹果以外的竞争对手了。**

所以，国内市场是中国四大手机品牌的基本盘，也是中国手机品牌的大后方。2019 年，这四大手机品牌背靠中国市场已接近或超过 100 亿人民币的净利润，足够支撑海外扩张。只要这四大品牌在国内市场保持稳定，即使在出海过程中遇到一些困难也不会动摇公司基本的盈利能力。例如，小米在 2015 年第一次进入巴西市场并不成功，但是这并没有阻止小米重整旗鼓在 2019 年做好准备再次打入巴西市场。简单理解，中国市场给予了中国拓展海外市场时一定的犯错的空间。

在 2016 年，三星的 Note7 的电池发生重大事故，导致其在中国市占率一路下滑。因为三星缺少韩国本土的巨大市场作为保障，因此一旦在海外市场犯了错误就比较难以挽回。三星在中国智能手机出货量的份额也从 2016 年的 5.5%下降到 2019 年的 0.8%。

图表 19：中国智能手机品牌 2019 年净利润估算：中国品牌有足够资金支撑他们的海外业务扩张

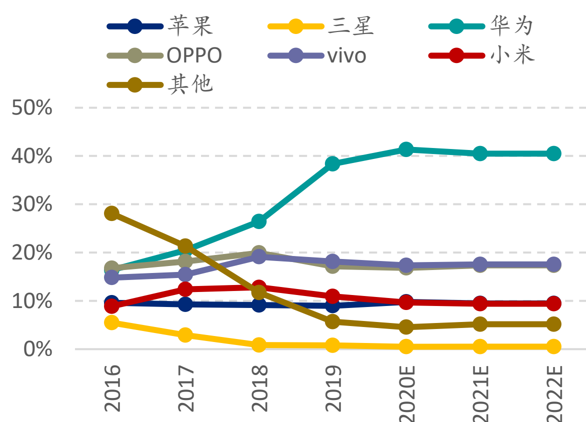


注释：华为、OPPO、vivo 的净利润是智能手机相关业务部净利润估算。小米和传音的净利润来自其年报披露的数字。
资料来源：公司资料、IDC、Bloomberg、浦银国际

非洲是传音的大本营

同样的道理也适用传音。因为对于传音来说，2019 年非洲 52.5%的手机份额就是传音的基本盘和大后方。这可以为传音去渗透其他发展中地区提供支撑。最典型的例子就是传音早在 2016 年就进入印度市场。甚至在 2017 年还做得非常不错，分别拿下功能机和智能机 13.7%和 2.9%的份额。但是 2018 年印度政府提高进口关税，以及运营商 Reliance Jio 推出免费/超低价智能手机，这两件事情同时打击了传音的印度发展，导致 2018 年出货量下降。但是传音却依托非洲市场的盈利能力，在 2019 年重获增长。

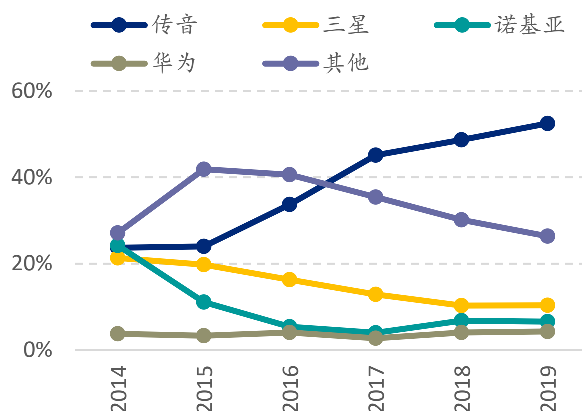
图表 20: 中国智能手机出货份额按品牌拆分：2016-2022E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 21:非洲手机（含智能机和功能机）出货份额按照品牌拆分：2014-2019



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

2. 中国智能手机品牌可以将成功经验复制到海外

中国的四大品牌都在中国有着自身的独特优势。2014-2015 年是属于小米的时代，受惠于线上销售的崛起以及小米自身性价比策略对山寨手机的精准打击。2016-2017 年是 OPPO 和 vivo（OV）的时代，受惠于 3-5 线城市智能手机换机需求以及两个品牌对于线下渠道的把控能力。2018-2019 年是华为的时代，贴身学习靠近小米的线上能力与 OV 对于渠道和品牌的构建能力，华为更是通过自身核心手机芯片的研发能力构建起不同于 OVM（OPPO、vivo、小米）的护城河。这些都是经过中国这个非常残酷的市场检验过的能力，而这些品牌各自的能力都是帮助他们在海外抢夺地盘的第二大保障。

与此同时，这些品牌也都在互相学习、取长补短。在这过程中，华为是相对的集大成者，通过荣耀品牌贴身打击小米线上市场，通过 Nova 系列打造线下品牌，最后通过自身芯片能力来取得技术和成本上的领先。但是，这个过程中，小米、OPPO、vivo 也同样在进步。小米通过线下小米之家、独立 RedMi（原红米品牌）品牌、提升旗舰数字系列，打入线下和高价位段。而 OV 通过成立 Realme 和 iQOO 进入线上渠道。因此，中国的市场正在为这几大品牌提供各种各样有效的成功经验和人才储备，为品牌出海披荆斩棘提供各路良方。

总结来看，在欧洲市场，OVM 可以通过如下方式切入市场：

- **小米可以凭借过硬的产品、线上品牌打造、小米之家以及 IoT 产品切入欧洲市场**
- **OV 则擅长定义产品、通过市场营销打造品牌力等方式打入欧洲市场**

图表 22：华为、OPPO、vivo、小米各自优势比较

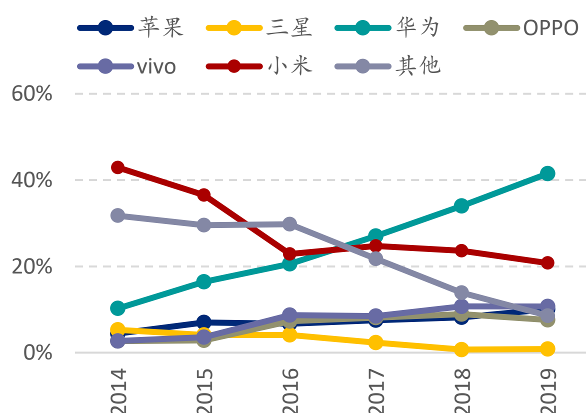
品牌	中国份额	商业优势
华为	38%	自研芯片打造差异化；品牌打造和线上线下渠道布局完善
OPPO	17%	较强的线下渠道，尤其是低线城市布局；较强的品牌塑造能力
vivo	18%	较强的线下渠道，尤其是低线城市布局；较强的品牌塑造能力
小米	11%	较强的线上渠道布局，和高线城市零售店布局；比较完善的手机周边，如智能家居、IoT 产品布局；智能手机操作系统深度优化

资料来源：公司资料、浦银国际

根据 IDC 的数据，我们可以看到，近两年，小米在中国的线上份额虽然有下降，但是线下份额显著增加。而 OV 整体在 1000-2000 元档位虽然丢失一些份额，但是在 1000 元以下份额有增加。最后，HOVM（华为、OPPO、vivo、小米）都在 3000 元以上档位有所斩获。

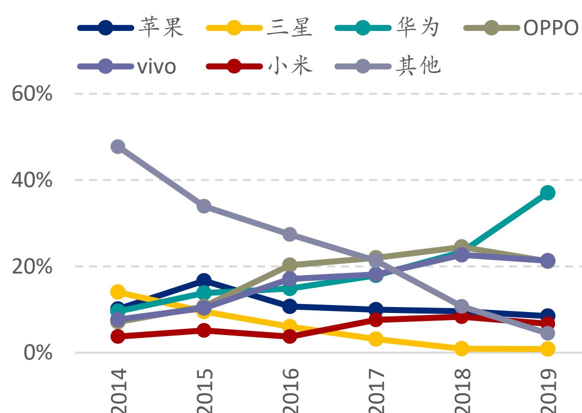
三星作为中国品牌的竞争对手没有能够紧跟中国品牌在中国的成功经验，没有及时布局线上渠道、没有深入中国中低线城市、没有足够性价比的机型、没有针对中国用户习惯进行系统优化等，因而在中国的业务每况愈下。相比较而言，苹果则是在占据高端市场之后，通过和天猫、京东的合作增加线上布局，通过更多的机型发布来布局中端市场。因此，苹果这个开启了智能手机黄金十年的品牌也依然是中国品牌无论是国内还是海外最不可忽视的对手。

图表 23: 中国智能手机线上出货份额按品牌拆分：2014-2019



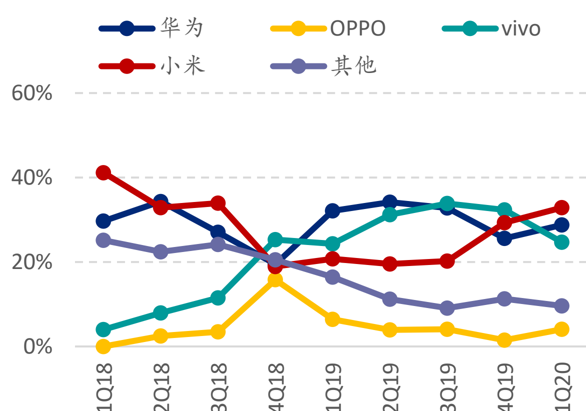
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 24: 中国智能手机线下出货份额按照品牌拆分：2014-2019



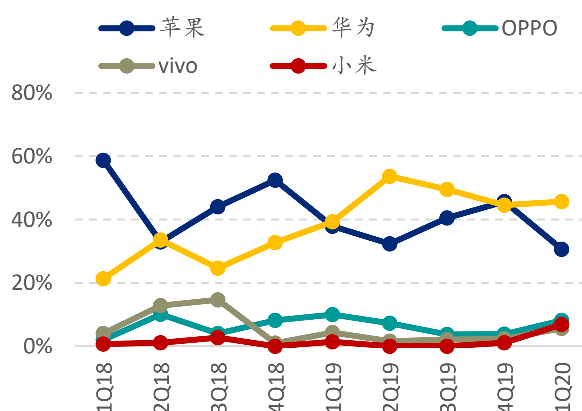
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 25: 中国 1000 元以下智能手机出货份额按品牌拆分：1Q18-1Q20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 26: 中国 3000 元以上智能手机出货份额按照品牌拆分：1Q18-1Q20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

3. 中国强大的供应链能力为中国品牌提供最具竞争力的前沿技术和制造能力

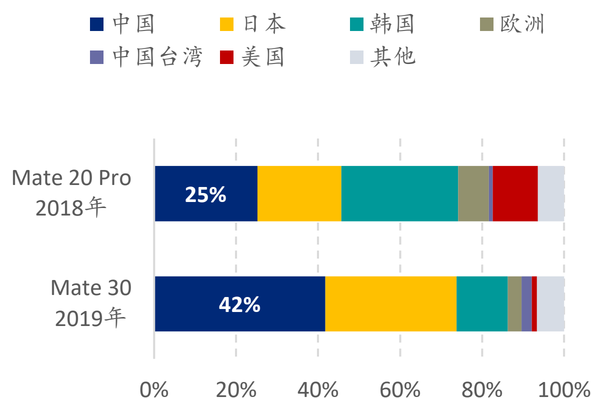
据联合国的统计，中国制造业产业占全球的比重从 2004 年的 8.7%上升到 2018 年的 28.4%。中国不断强化的制造能力为中国手机品牌提供着每一项黑科技的量产能力。潜望式摄像头（舜宇、丘钛、欧菲）、立体声扬声器（瑞声、歌尔）、无线充电（信维、立讯）都是我们中国的优秀的企业为中国手机品牌带来的竞争力。

在 2019 年年中被美商务制裁之后，华为在一年的时间中将其 Mate 系列手机物料成本中中国贡献的比例迅速从 2018 年的 25%提升到 2019 年的 42%。这充分体现中国智能手机供应链的潜在能力。

一方面供应链配合中国手机品牌研发最新技术打造中国品牌的品牌价值，另一方面协助中国品牌实现快速量产保障新机型的及时上市。而供应链中的组装代工企业，例如富士康、比亚迪电子、闻泰、华勤等，也起到非常重要的作用。详细内容参见我们的手机代工章节。

最后，我们国家也正在努力攻克处于制造业顶点的半导体制造。虽然，目前处于全球领先地位的中国的半导体相对比较少，但是，已经有不少企业开始崭露头角，例如指纹识别芯片（汇顶科技）、摄像头模组传感器（韦尔股份、格科微）、射频器件（卓胜微）、晶圆制造（中芯国际）等等。随着国产替代逐步深入，我们相信未来 10 年也将出现一批顶级的中国半导体企业将中国的手机品牌带向更辉煌的位置。

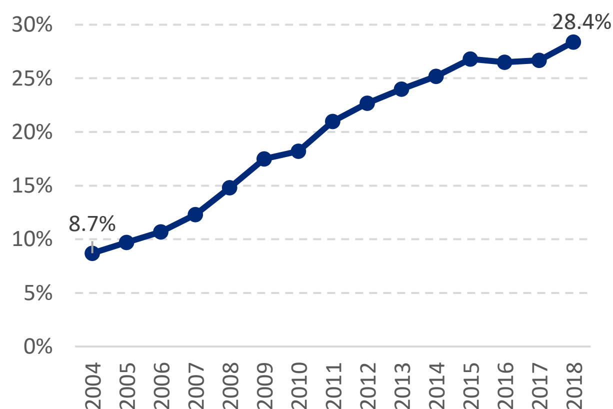
图表 27: 华为智能手机物料成本按照国家拆分：中国供应链有能力在短期将比例从 25%提升到 40%



注：以价格计，未包含显示屏

资料来源：Fomalhaut Techno Solutions、浦银国际

图表 28: 中国制造业在全球占比



资料来源：United Nations Statistics Division、Statista、浦银国际

5G 带动智能手机需求从底部回暖

核心观点

- **5G 初期（2020-2022 年）带来换机需求增量**
- **5G 周期可以带动中国品牌的成长周期比 4G 时代更加平稳和持久**

● 5G 初期的换机需求推动智能手机行业恢复成长

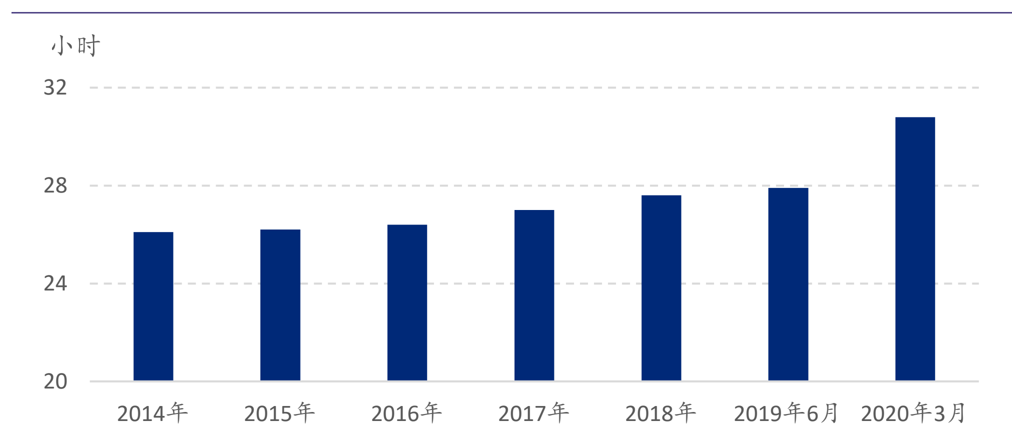
1. 5G 会改善智能手机用户体验，提振需求

智能手机目前已经无可争议的成为了个人的计算中心。并且，智能手机也越来越多的成为消费者的日常工作的一部分，甚至在某些场合取代电脑成为生产力的工具。每一位消费者跟智能手机相处时间越来越长。这就促进了更快速更可靠的通讯网络的发展，来支撑消费者对智能手机的使用。

5G 的提升的体验感在于：

- **更加流畅的高清电影、高帧率游戏体验**
- **商务人士工作效率提升**
- **普通消费者会认为 5G 是智能手机必须的标准配置**

图表 29：中国用户移动互联网每周使用时间



资料来源：CNNIC、浦银国际

长期来看，5G 给用户体验带来提升。5G 相对于 4G 来说，最重要的的三大提升是超高速率（eMBB，Enhance Mobile Broadband）、超低时延（uRLLC，Ultra Reliable & Low Latency Communication）、超大连接（mMTC，Massive Machine Type Communication）。通俗的说，就是 5G 可以给消费者带来更快的速度，更低的延迟，以及更多的链接终端。这给消费者带来的直观感受就是可以享受更高清的电影、更流畅的游戏体验等。

对于需要用智能手机来进行日常工作的人来说，或者说智能手机的商务用户来说，5G 可以带来更高效率的实时沟通和工作处理。并且，5G 数据流量套餐中的单位流量的价格是低于 4G 套餐的。例如，中国移动广东 4G 全球通 288 元套餐包含 40GB 流量+1200 分钟通话时长，而 5G 畅享套餐 289 元 80G 流量+1200 分钟通话时长。因此，**我们判断高端智能手机用户或商务用户会优先使用 5G 手机，带来换机需求。**

最后，**对于消费者来说，5G 不管是否使用 5G 流量套餐，都是一个优先选择的手机必选配置。**根据极光的数据，2020 年一季度针对 6 款同时具有 4G 和 5G 版本的手机销量，超过 6 成的用户仍然会选择 5G 版本。这也是 5G 带来的直接需求。

图表 30: 5G 通讯三大应用场景

5G 特性	场景	应用
eMBB	增强型移动宽带	三维立体视频、云娱乐、增强现实
uRLLC	高可靠和低延迟通信	车联网、无人驾驶、远程医疗
mMTC	海量机器类通信	物联网、智慧城市

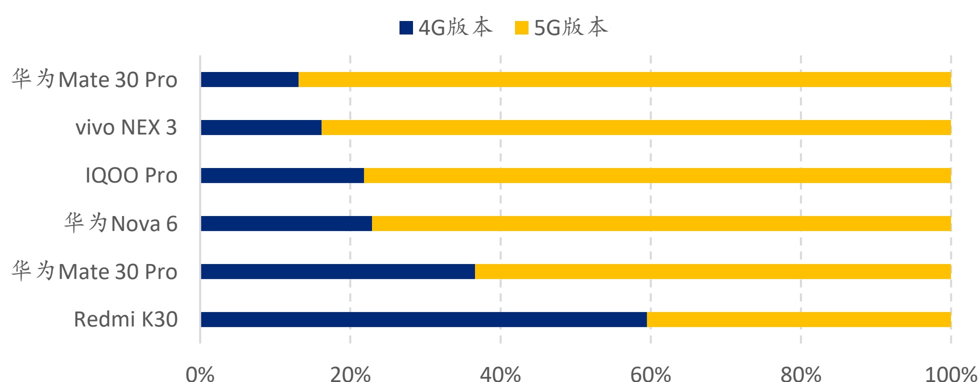
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 31: 中国运营商大力推动 5G 覆盖



资料来源：中国移动、浦银国际

图表 32：部分同时具有 4G 和 5G 版本的手机销量对比（1Q20）：用户更加青睐 5G 版本的智能手机



资料来源：极光、浦银国际

2. 手机品牌有意愿推动 5G 智能手机加速渗透

从供应的角度来说，我们认为中国手机品牌在竞争的压力下会比较积极的推动 5G 从高端的旗舰机型向中低端的千元机机型渗透。根据中国信通院，中国上半年 5G 手机出货量占据智能手机出货量的 43%。这高于我们在半年展望中的预测。我们认为 5G 的渗透率会在下半年持续提升，我们也期待下半年联发科、高通等即将发布的中低端 5G 芯片会推动手机品牌加速向低端的机型渗透。

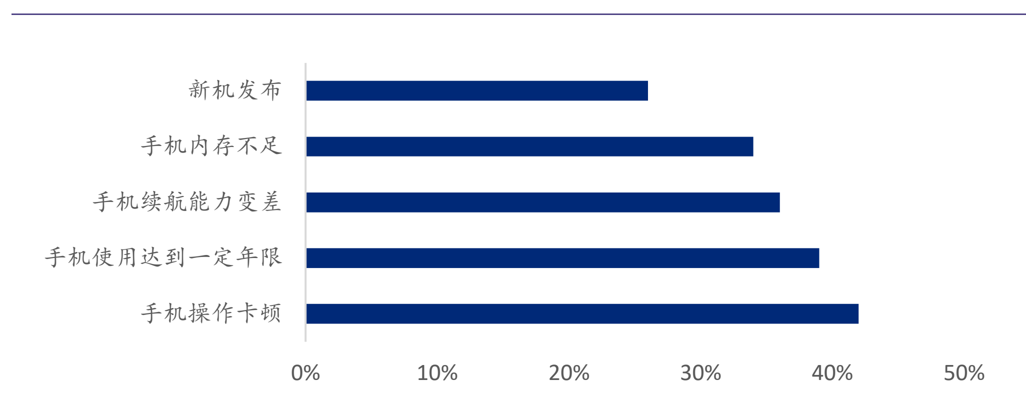
根据小米最近的数据显示，23%用户的手机已经使用了三年。这些都是 5G 时代的潜在换机用户。根据腾讯的调查报告，2019 年用户换机最主要的三个原因是：1）手机操作系统卡顿，2）手机使用达到一定年限，3）手机续航能力变差。因此，我们判断手机品牌会有意识的针对这 23%三年以上未换机的用户发布 5G 手机。这些用户的手机已经接近手机自然寿命，因此会有了再次更换新设备的需求。

图表 33：中国四大品牌不同价位段 5G 手机布局（2020 年上半年）

价位	等级	华为	OPPO	vivo	小米
>Rmb3000	旗舰	P40 Mate 30	Ace2 Reno4 Find X2	X30 X50 NEX 3	小米 10 小米 10 Pro
Rmb2000-3000	次旗舰	麦芒 9 nova 7	K7	Y70s S7	RedMi K30
Rmb1000-2000	中阶	畅享 Z 畅享 20 Pro	A72 A92s	Y51s	RedMi 10 X

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 34：2019 年用户换机原因



资料来源：腾讯、浦银国际

3. 中国智能手机换机周期分析与预测

在 2019 年，根据我们的估算，中国智能手机用户换机平均周期已经从 2017 年的 47 个月上升到了 2019 年的 62 个月。我们判断中国的换机周期在 2020 年受到疫情的影响会拉长，但是从 2021 年开始换机周期时长开始缩短。**我们预测中国手机换机周期会从 2020 年的 65 个月下降为 2021 年的 60 个月。**这与中国 5G 手机的出货量需求提升保持一致。

我们也预计中国换机需求带来的手机出货量将在 2021 年和 2022 同比增长 7.6%和 2.3%。因而，推动中国地区智能手机出货量在未来两年保持复苏和增长。

图表 35：中国智能手机用户换机周期分析以及预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
智能手机用户（百万）											
2G/3G	1,192	862	566	415	368	303	238	161	82		
4G	99	415	761	1,006	1,175	1,293	1,268	1,085	846	674	494
5G						8	133	422	773	1,048	1,244
用户数	**1,291**	**1,276**	**1,328**	**1,421**	**1,543**	**1,604**	**1,639**	**1,669**	**1,701**	**1,722**	**1,738**
同比	*4.7%*	*-1.2%*	*4.0%*	*7.0%*	*8.6%*	*4.0%*	*2.2%*	*1.8%*	*1.9%*	*1.3%*	*0.9%*
中国智能手机出货量（百万）											
增量用户	58	- 15	51	94	122	61	35	30	32	22	16
换机用户	366	445	416	351	275	305	300	331	337	329	346
出货量	**423**	**430**	**467**	**444**	**397**	**367**	**335**	**361**	**369**	**351**	**362**
同比	*19.7%*	*1.6%*	*8.7%*	*-4.9%*	*-10.8%*	*-7.5%*	*-8.6%*	*7.6%*	*2.3%*	*-4.8%*	*3.1%*
换机周期											
换机的出货量	366	445	416	351	275	305	300	331	337	329	346
换机比例	28.9%	34.6%	32.0%	25.5%	18.5%	19.4%	18.5%	20.0%	20.0%	19.2%	20.0%
换机周期（年）	3.5	2.9	3.1	3.9	5.4	5.2	5.4	5.0	5.0	5.2	5.0
换机周期（月）	41	35	38	47	65	62	65	60	60	62	60

E=浦银国际预测

资料来源：中国移动、中国联通、中国电信、IDC、Bloomberg、浦银国际

● 5G 周期会支撑中国品牌比较持久的成长

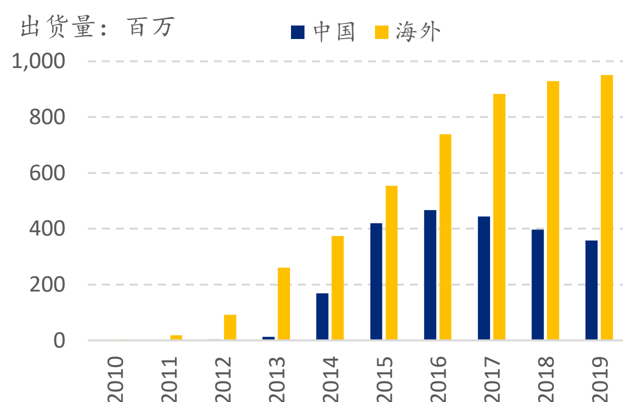
虽然,5G 智能手机在中国渗透的速度是慢于 4G 智能手机时代的渗透速度，但是，我们认为这将为中国品牌的持续增长提供有力土壤。4G 时代，海外发达国家驱动中国进行 4G 手机的换机需求，但是，5G 时代，中国将引领 5G 的换机需求，并且中国品牌将推动海外地区的 5G 换机需求。

1. 中国 5G 智能手机出货量渗透率今年有望达到 60%

根据信通院公布的中国月度手机出货数据，2020 年 6 月中国 5G 智能手机渗透率为 63%。我们预测中国 5G 智能手机渗透率在今年下半年会继续提升，**主要驱动因素为：1）今年下半年新 iPhone 机型将首次搭载 5G 功能，2）安卓阵营会继续将 5G 手机向 1000 元价位渗透。我们预计在 5G 手机出货量渗透率在年底达到 80%，2020 年全年渗透率为 60%。**

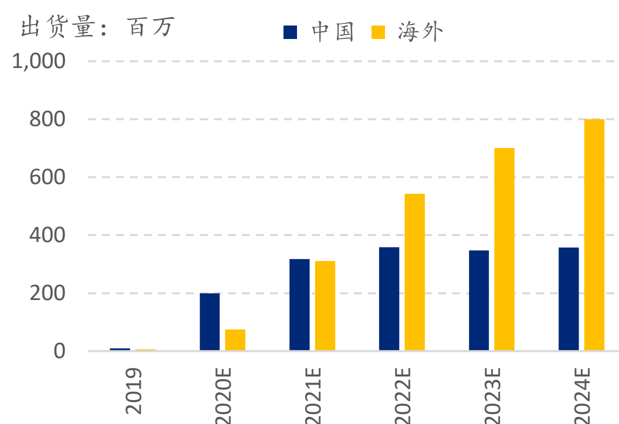
在 2021 年和 2022 年，5G 智能手机在中国的出货量将分别达到 3.2 亿部和 3.6 亿部，同比增长 59%和 13%。这也会推动中国品牌在 5G 初期阶段的增长。

图表 36: 4G 智能手机出货量：中国 vs 海外 2010-2019：世界引领中国



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 37: 5G 智能手机出货量：中国 vs 海外：2019-2024E：中国引领世界



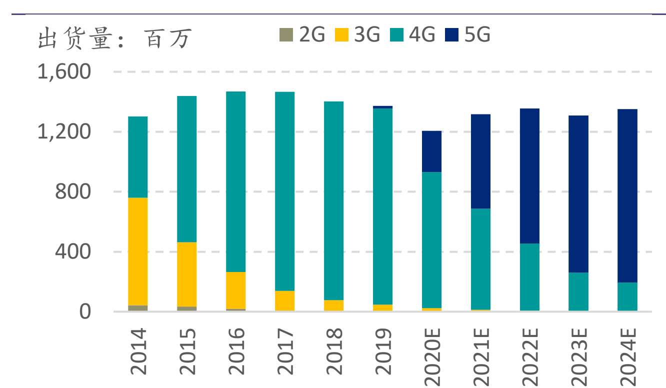
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

2. 5G 中期海外地区接棒中国推动 5G 智能手机出货量

在今年下半年，苹果发布新一代 iPhone 之后，全球前六大智能手机品牌都将完成 5G 手机的部署。**我们认为在苹果的带动下，海外欧洲和北美区域也会在 2021 年开始进入 5G 初期的换机周期。这同时也会带动中国品牌 5G 智能手机海外出货量的增长。**

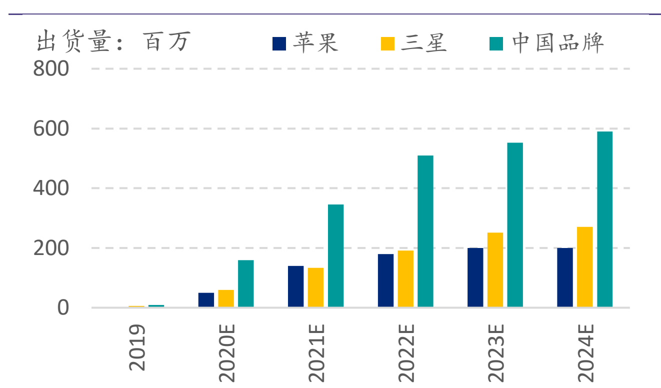
从全球出货量看，我们预测中国品牌在 2020 年将出货 1.59 亿部 5G 智能手机，并在 2021 年和 2022 年出货 3.46 亿部和 5.09 亿部，同比增长 118%和 47%。我们预计今年苹果新机有可能会延迟发售，因而今年苹果 5G 手机出货量为大概 5000 万部，但是苹果会在 2021 年和 2022 成长 1.4 亿部和 1.8 亿部，为全球 5G 智能手机贡献 22%和 20%的出货量。我们预测三星的 5G 智能手机渗透率将小于中国品牌，但是也同样不可忽视。我们预计在 2020 年、2021 年和 2022 年，三星 5G 智能手机渗透率将达到 25%、50%和 70%。

图表 38: 全球智能手机出货量按照 4G/5G 拆分：2014-2024E



E=浦银国际预测
资料来源： IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 39: 全球 5G 智能手机出货量按品牌拆分：2019-2024E



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 40: 全球前六大智能手机品牌 5G 智能手机全球出货量及渗透率预测

	2020E		2021E		2022E	
品牌	出货量（百万）	渗透率	出货量（百万）	渗透率	出货量（百万）	渗透率
苹果	50	27%	140	71%	180	89%
三星	60	25%	133	50%	192	70%
华为	64	35%	111	70%	155	95%
OPPO	27	25%	72	57%	107	80%
vivo	31	28%	71	57%	106	80%
小米	37	30%	90	65%	141	95%

E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

中国 ODM 与 EMS 厂商助力中国智能手机品牌征战全球

在上文中，我们提到中国品牌有能力在全球斩获份额。这其中一个优势就是在于中国强大的供应链能力。智能手机的组装代工则是供应链环节中收关的一个步骤。

中国的组装代工厂给中国手机品牌带来的是：

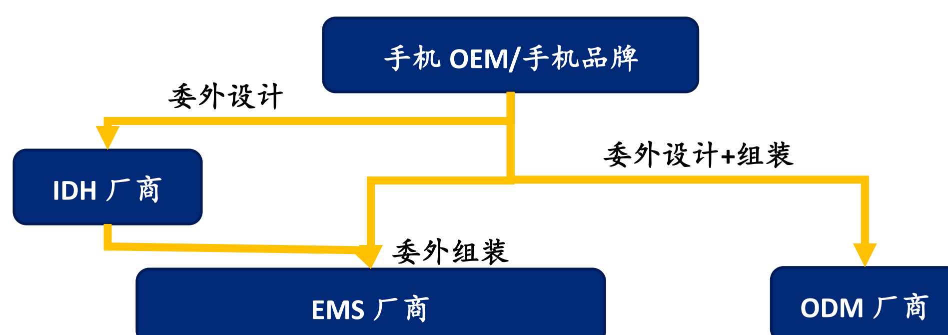
- **可控的物料成本和质量保障**
- **强大的量产能力，以及快速响应短期激增需求的能力**
- **中低智能手机的设计和迭代能力**

中国大陆优秀的基础建设条件聚集了越来越多的制造企业落户中国，同时这也促进了中国的代工厂商可以提供更好的产品和更好的服务。中国本土的代工厂商也和中国手机品牌公司相辅相成，共同崛起。

目前，全球主要手机品牌采用 OEM（Original Equipment Manufacturing，即原始设备制造商）模式进行生产和销售，即手机品牌厂商更多负责产品的设计和销售，而代工厂负责生产制造。我们通常会把苹果、华为等采用 OEM 模式的手机品牌称为手机 OEM 厂商。

EMS 厂商主要根据手机品牌厂商的设计和要求完成代工任务，并提供相应的物流等配套服务。ODM 厂商不仅仅需要完成制造和组装的任务，还需要独立的完成手机的研发和设计。通常 ODM 厂商更多负责手机品牌的中低端机型的研发和生产。这个过程中只负责帮助手机品牌的手机产品设计，由于自身产能有限将组装委派其他 EMS 厂商的则是 IDH（Independent Design House，即独立设计公司）厂商。（详细介绍见附录）

图表 41：智能手机代工行业关系图



资料来源：浦银国际

● 中国 ODM 厂商出货量需求优于智能手机整体市场

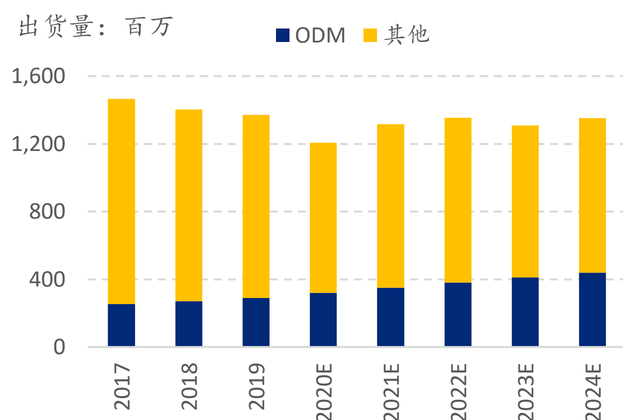
智能手机在中国崛起的初期就伴随有大量的山寨机，或者说是白牌手机。当年，这些白牌手机不属于任何一个已有的大品牌，但是却凭借中国铺天盖地的手机代工厂而蓬勃发展。这些工厂有自己手机研发和设计能力，可以快速的完成智能手机的设计和制造。这是中国 IDH 厂商、ODM 厂商发展的最初期，也为之后中国代工厂商的发展奠定了基础。

根据 IHS 和 Omdia 的数据显示，在 2018 年和 2019 年，中国 ODM 手机厂商智能手机出货量增长为-9%和+2%，高于中国地区智能手机增速的-11%和-8%。其中，最主要的原因是中国手机品牌自身出货量的增加以及他们委外的 ODM 手机比例的增加。

目前，华为、OPPO 和小米，这三家品牌都已经有不同比例的机型采用 ODM 的形式进行出货，vivo 暂时没有 ODM 机型出货。在 2018 年，三星开始将一些低端机型，例如三星 A 系列，开始委托给中国 ODM 厂商（目前主要是闻泰）以增加自身的竞争优势。

我们预测 2020-2022 年 ODM 手机出货量分别为 3.2 亿部、3.5 亿部和 3.8 亿部。总体增长速度依然高于中国智能手机市场整体的表现。**增长动力主要来自于：1）中国品牌智能手机出货的自然增长，2）三星、OPPO 以及部分国际二线手机品牌的 ODM 比例增加。**今年下半年，ODM 厂商会开始出货 5G 智能手机，帮助 OEM 厂商加快 5G 机型的布局。

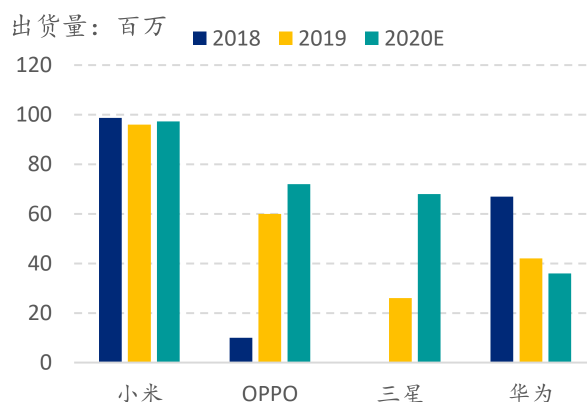
图表 42：全球智能手机出货量按照 ODM 与其他拆分：2017-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：Omdia、IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 43：手机 OEM 厂商的 ODM 机型出货量及预测：2018-2020E



E=Omdia 预测

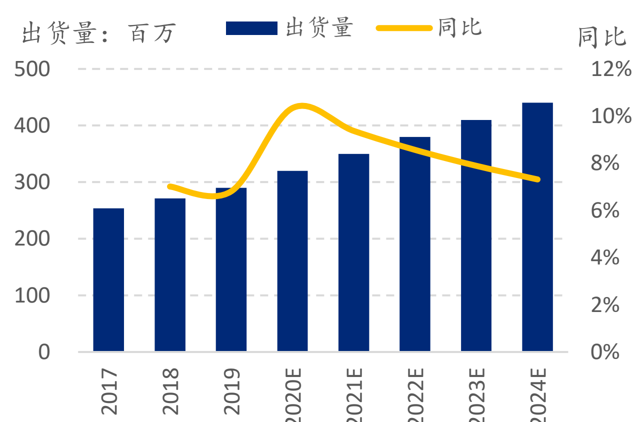
资料来源：Omdia、浦银国际

● ODM 厂商的集中度进一步增加

与 OEM 厂商越来越集中于头部六家品牌的市场格局类似，ODM 厂商的头部集中效应也非常明显。中国排名前三的 ODM 厂商为闻泰（600745.CH）、华勤（未上市）和龙旗（未上市）。在 2017 年、2018 年和 2019 年，这三家 ODM 厂商占据了中国 ODM 手机出货份额的 78%、87%和 93%。头部 OEM 厂商，包括华为、OPPO、小米和三星，他们的 ODM 机型基本集中在这三家头部 ODM 厂商中。因此，**同 OEM 厂商竞争格局类似，我们认为二线 ODM 厂商的生存空间会越来越小，头部三家 ODM 的份额会在 2020-2022 年之间进一步增加。**

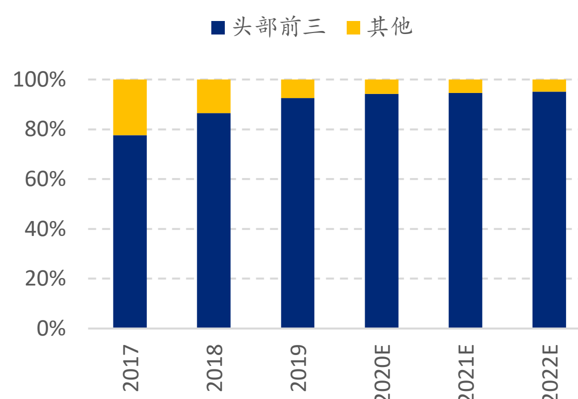
我们预测在 2020、2021 年和 2022 年，这三家 ODM 公司的份额会进一步增加到 94.2%、94.7%和 95.1%。增量来自于 OPPO 和三星 ODM 比例增加以及其他中国四大品牌的自然增长。

图表 44：中国 ODM 智能手机出货量及预测：2017-2024E



E=浦银国际预测
资料来源：Omdia、浦银国际

图表 45：闻泰、华勤和龙旗在 ODM 出货量份额及预测：2017-2022E



E=浦银国际预测
资料来源：Omdia、公司资料、浦银国际

图表 46：主要 OEM 厂商的 ODM 手机出货比例以及主要的 ODM 合作伙伴

品牌	2020 年 ODM 出货比例预测	主要 ODM 合作伙伴
三星	22%	闻泰、华勤
华为	18%	华勤、闻泰、Chino、龙旗
小米	74%	龙旗、华勤、闻泰
OPPO	51%	闻泰、华勤、龙旗
联想	89%	华勤、闻泰、龙旗、Chino、Tinno

资料来源：Omdia、公司资料、浦银国际

中国 EMS 厂商有望抢夺其他地区 EMS 厂商份额

对手机品牌厂商来说，公司内部自己研发和设计的手机需要委外生产环节，这个组装代工部分需要依赖 EMS 厂商。因此，虽然我们看到 ODM 手机出货量有所增加，但是 EMS 依然占据有不可动摇的地位。此外，例如龙旗等自身的组装产能有限，因而有较高比例的机型采用 IDH 模式合作，因此 ODM 厂商也有部分 IDH 机型的组装出货量会委外给 EMS 厂商。

在 2018 年和 2019，中国四大品牌中的华为和小米的智能手机出货量增长非常亮眼，同比达到了 32%和 12%，远高于全球智能手机增长。这两年中，华为和小米两家品牌与更多的大陆的 EMS 厂商，例如比亚迪电子和惠州长城等，开始建立合作关系。目前，根据 MMI 的排名，这两个品牌的四家主力 EMS 厂商——富士康、比亚迪电子、伟创力以及惠州长城，分别位列 2019 年全球 EMS 行业综合排名（销售额、增长、员工人数、工厂数量、客户数据等）的第一、第四、第八和第十四。

类似于富士康和苹果的关系，我们认为比亚迪电子等大陆 EMS 厂商也会和中国品牌建立比较密切的合作共赢关系，共同推动中国品牌手机出货量的增长。因而，中国大陆 EMS 厂商会继续抢夺其他地区 EMS 厂商，例如伟创力的份额。

附录：OEM、EMS、ODM、IDH

● 智能手机行业代工模式定义

OEM 模式

OEM 指的是 Original Equipment Manufacturing，即原始设备制造商。在该模式下，手机生产厂商完全按照客户的设计和功能要求进行生产，产品以客户的品牌进行销售。

EMS 模式

EMS 指的是 Electronic Manufacturing Service，即电子制造服务商。EMS 公司为手机品牌商提供原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等服务环节。

ODM 模式

ODM 指的是 Orignal Design Manufacturing，即原始设计制造商。在该模式下，产品结构、外观、工艺等均由手机生产商自主研发，由客户下订单后进行生产，产品以客户的品牌进行销售。

IDH 模式

IDH 指的是 Independent Design House，即独立设计公司。IDH 手机设计公司仅从事设计研发活动，在取得手机品牌商的订单后，大多通过外协厂商进行委托加工，然后再销售给品牌手机厂商。

图表 47：智能手机行业代工模式总结

模式	中文表述	经营模式	经营特点
OEM (Original Equipment Manufacturer)	原始设备制造商	品牌商提供产品生产方案，制造商不参与设计，为品牌厂商提供加工制造服务	专业加工模式
EMS (Electronic Manufacturing Services)	电子制造服务商	为品牌商提供原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等环节服务	专业加工模式
ODM (Original Design House)	原始设计制造商	品牌商提供产品框架要求，制造商参与部分设计后采购原材料、生产产品，直接销售给品牌商	包含产品方案的设计，研发技术水平相对较高
IDH (Independent Design House)	独立设计公司	作为设计公司仅从事设计研发活动，在取得品牌商的订单后，大多通过外协厂商进行委托加工，然后再销售给品牌手机厂商	包含产品方案的设计，研发技术水平相对较高

资料来源：公司资料、浦银国际

● 智能手机代工行业产业链关系

全球产业分工的细化让手机品牌可以更多投入在手机的研发、设计和营销上，而把制造这个步骤委外给专业的组装代工厂商。因而，智能手机领域出现了 OEM（Original Equipment Manufacturing，即原始设备制造商）模式。其中，苹果就是典型的例子，苹果公司负责 iPhone 的研发、设计、市场渠道和销售，鸿海集团，也就是富士康，负责 iPhone 生产组装代工。

尽管 OEM 字面含义表达的是代工的工厂，但是通常我们会把采用 OEM 这种模式的手机品牌公司称为 OEM 厂商。手机 OEM 更多指代的是手机品牌厂商，如苹果、三星、华为、小米等。我们这篇报告中也会将这些手机品牌公司称为是手机 OEM 厂商。

而随着组装代工厂商的发展，例如富士康等公司，他们也会为手机品牌公司做更多的配套服务，包括物流等环节，因此这些代工厂也演变出了 EMS（Electronic Manufacturing Service，即电子制造服务）模式。例如，富士康、比亚迪电子等都是比较优秀的电子制造服务厂商，为手机品牌公司提供强有力的保障。

当手机品牌公司需要把更多资源集中在旗舰机型时，手机品牌公司也会将部分中低端机型的研发和设计委外给某些代工厂，来实现成本的最优化。这个时候，ODM（Orignal Design Manufacturing，即原始设计制造商）模式的优势就凸显而出。比如，华为会将部分低端机型的设计和研发全部外放给 ODM 厂商，例如闻泰、华勤等，从而实现低端机型快速迭代和及时响应，而华为负责手机的营销和销售。

在手机品牌和 EMS 厂商之间还可能出现一种模式为 IDH（Independent Design House，即独立设计公司）模式。IDH 仅仅只是为手机品牌研发设计手机，而将组装步骤外协给 EMS 厂商。比如，龙旗与小米的 RedMi（红米系列）的合作更多则采用 IDH 模式。我们在这篇报告中，也将 ODM 厂商中的 IDH 机型出货统计为 ODM 的出货。

总结来说，手机 OEM 厂商，即手机品牌厂商主要负责手机的研发、设计和销售，并将资源相对集中在中高端的机型上。EMS 厂商主要为手机 OEM 厂商代工组装并提供物流等服务。ODM 厂商为手机 OEM 厂商提供中低端智能手机的研发、设计、制造，以便手机 OEM 厂商尽快将手机推向市场。

宏观风险与波动整体可控

● 华为受到美国出口限制的风险

在 2019 年 5 月，美国商务部将华为加入实体清单，限制美国企业对华为的出口。这对华为的影响也非常明显。从 2019 年四季度开始，华为的欧洲智能手机出货开始逐季下降。同时，华为海外的高端机型下滑更快。而在今年 5 月和 8 月，美国政府再次分别升级了对华为的出口限制。华为在过去一年多的时间中，对智能手机业务的调整非常快，增加关键零部件的囤货，因此**今年下半年华为新品发布和出货不受到明显影响。**

图表 48：中美贸易冲突中关于科技企业的时间线

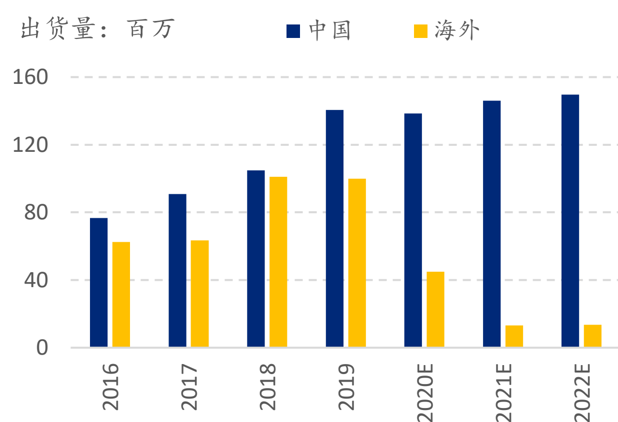
时间	受影响企业	制裁措施
2018 年 4 月 16 日	中兴通讯	美国商务部将中兴通讯加入实体清单，禁止中兴通讯从美国购买零部件。
2018 年 10 月 20 日	福建晋华	美国商务部将福建晋华加入实体清单。
2019 年 5 月 15 日	华为	美国商务部将华为等 70 家公司加入实体清单，除非获得美国政府批准，华为将无法向美国企业购买元器件。
2019 年 6 月 21 日	中科曙光、海光公司等	美国将涉及生产中国神威·太湖之光、曙光星云两台超级计算机的中科曙光、无锡江南计算技术研究所、海光公司等 5 家中国企业列入国家安全实体清单。
2019 年 10 月 8 日	海康威视、科大讯飞等	美国商务部将海康威视、大华科技等监控摄像头、AI 算法公司加入实体清单。
2020 年 5 月 15 日	华为海思	美国商务部进一步提升对华为及海思的出口管制要求，要求使用美国设备和技术的半导体公司须获美国政府许可，才可向华为供货。
2020 年 7 月 21 日	欧菲光	美国商务部决定将欧菲光等 11 家中国公司列入实体清单。
2020 年 8 月 17 日	华为	美国商务部宣布进一步扩大对华为的限制，新增 38 家华为下属或者分支机构进入实体清单，禁止华为在未获得美国政府批准的情况下获取在美国境内外开发和生产的美国技术和软件。
2020 年 8 月 26 日	环佳通信、海格通信等	美国商务部宣布将中国电子科技集团部分下属研究所、环佳通信、海格通信等 24 家中国公司列入实体清单。

资料来源：公开资料、浦银国际

我们判断未来华为会把智能手机业务重心放在中国国内市场。根据我们的预测，华为智能手机今年出货为 1.83 亿部，而 2021 年对于华为来说会是更加艰难的一年，智能手机出货将下降为 1.6 亿部。

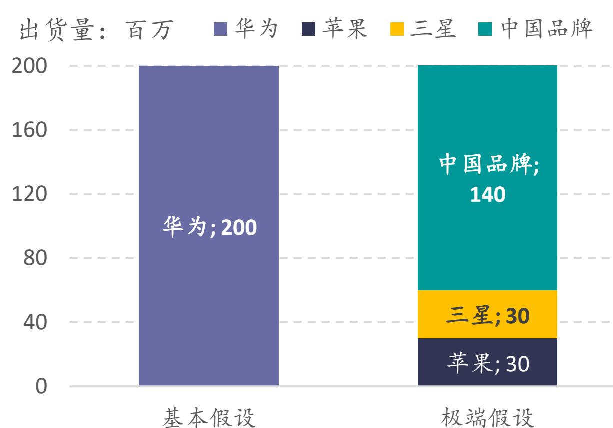
假如华为智能手机确实完全无法出货，我们判断其他中国智能手机品牌，包括小米、OPPO、vivo 和传音，将拿下华为 70%以上的市场空间。在这种情况，我们认为其他中国品牌在和三星、苹果海外竞争中依然有优势。在海外，尤其是欧洲市场，小米和 OPPO 已经率先进入并开始收复华为留下的市场空间。按照丢失华为 30%的出货空间给国际品牌计算，这种最极端假设对中国品牌整体出货量影响只有 10%，影响相对比较小。

图表 49：华为智能手机出货量及预测按中国和其他地区拆分：2016-2022E



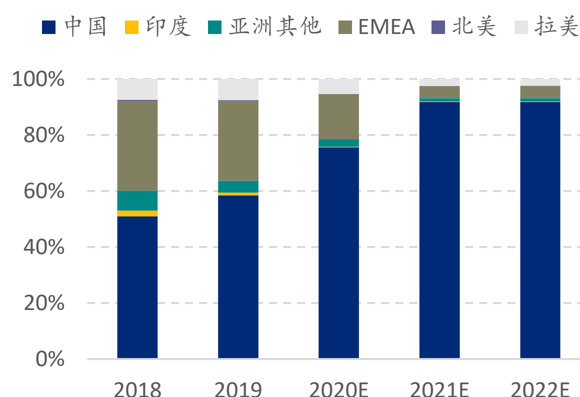
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 50：华为智能手机出货空间分析



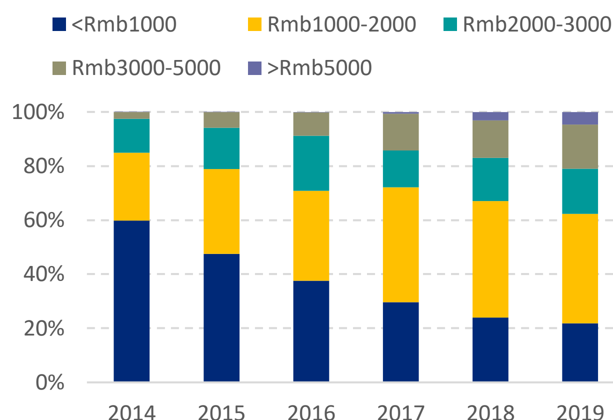
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 51：华为智能手机出货份额按照地区拆分：2018-2022E



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 52：华为智能手机出货份额按照价格段拆分：2014-2019



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

就目前来看，小米、OPPO、vivo 和传音在智能手机高端区间与三星、苹果进行竞争还需要努力。不过，值得欣慰的是，华为作为领头羊已经给出了很好的示范作用。至少，从目前小米、OPPO、vivo 今年发布机型来看，也都努力向华为的旗舰系列进行对标和靠拢，并且向高端机型不断爬升。

图表 53：中国品牌旗舰机型售价比较：小米、华为、vivo 新机价格提升

品牌	型号 起始售价（人民币）		新款涨幅
小米	**小米 9** 2,999	**小米 10** 3,799	27%
华为	**P30** 3,988	**P40** 4,488	13%
vivo	**X30** 2,398	**X50** 3,498	46%
OPPO	**Reno 3** 3,399	**Reno 4** 2,999	-12%

资料来源：公开资料、浦银国际

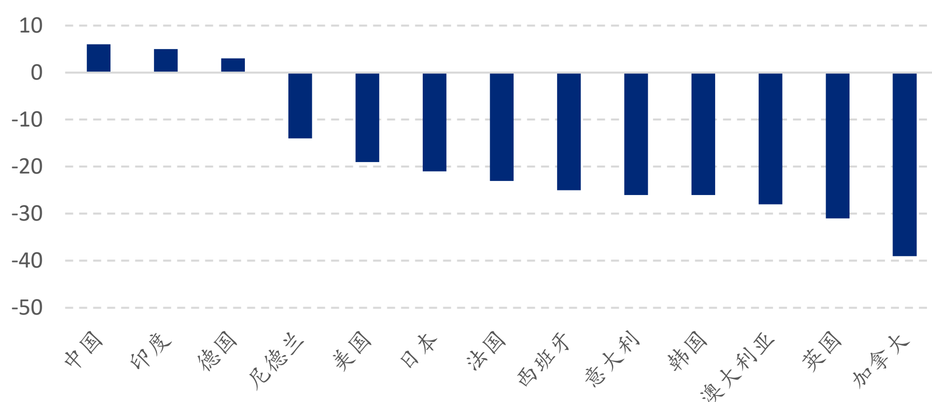
● 2020 年三季度智能手机需求走弱，四季度有所恢复

今年上半年，中国和海外地区先后受到新冠疫情的影响。我们认为，**疫情初期供应端受到的影响更大，而到了后期，或者展望下半年及明年，我们认为需求端受到的影响更大。**

在今年一季度，中国地区智能手机出货量同比下降了 20%。但是因为中国政府对于疫情的有效控制，二季度中国的智能手机出货量同比增速为-10%，较一季度改善。虽然，二季度海外地区的智能手机出货表现较弱，但是在中国地区相对优异的表现拉动下，全球智能手机二季度出货量同比下降 16%，优于我们之前的预期。

见下图中，因为中国最早开始各种社交活动，因此用户对于电子产品的购买意愿也最先恢复。但是，由于经济下滑导致部分用户可支配收入下滑导致的需求下降则需要更长时间恢复。

图表 54：全球各国对电子产品购买意愿统计：中国领先于其他国家而优先恢复（2020 年 4 月）



注释：调查统计的是未来四周消费者对于电子产品的购买意愿，数值为有意愿购买人数百分比减去无意愿购买人数百分比

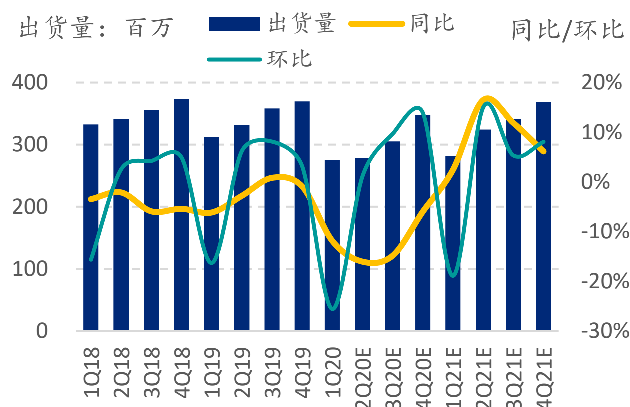
资料来源：Deloitte Insights、浦银国际

我们判断今年三季度智能手机需求恢复没有那么强劲，但是 2021 年智能手机需求复苏趋势没有变化。今年智能手机出货量的低基数反而给予明年增长更高的空间。

根据我们在供应链调研得到的结论，我们发现手机品牌在今年年中的时候对全年智能手机出货量预测有一定程度的下调。另外，苹果今年新一代 iPhone 的正式发售时间有很大可能会延期，进一步减弱智能手机三季度的需求。因此，我们判断今年三季度全球智能手机需求虽然比二季度同比会有恢复，但是同比来看依然会有双位数的下降。

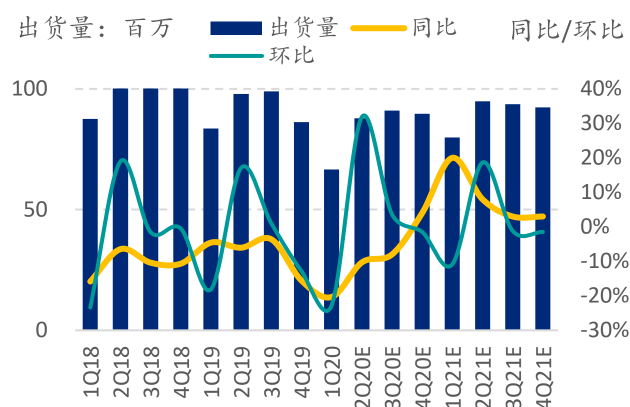
就中国市场而言，今年三季度智能手机同比出货依然会下降 8%，仅仅稍好于二季度的同比下降的 10%。除去 iPhone 延期发售的原因外，华为出货力道的减弱也造成部分影响。去年三季度华为以更加积极的方式布局和攻打中国智能手机市场，导致华为单季出货迅猛增加，但是部分需求是为填补渠道做的准备。因此，今年中国三季度需求不会那么强。

图表 55：全球智能手机季度出货量及预测



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

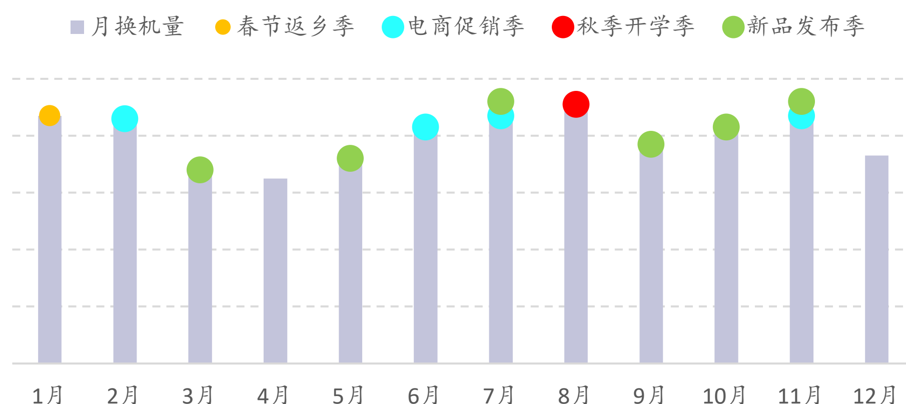
图表 56：中国智能手机季度出货量及预测



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

但是，**我们认为今年四季度将会在三季度的基础上有所恢复。原因之一就是延后发售的新一代 5G iPhone 带动需求。原因之二就是四季度时中国和海外地区购物促销季的需求带动**，例如中国的双十一、欧美的圣诞季等。根据腾讯的手机报告，中国的智能手机用户换机更加理性，促销季购买手机的比例在 2019 年有所增加。因此，我们判断四季度智能手机需求将有所恢复。

图表 57：2019 年中国智能手机用户月换机量比较



资料来源：腾讯、浦银国际

中国手机品牌是中国科技行业未来方向

我们在这篇报告中同时首次覆盖四家公司，他们是中国手机品牌以及相应的制造工厂，分别是小米（1810.HK）、传音控股（688036.CH）、比亚迪电子（285.HK）以及闻泰科技（600745.CH）。我们之所以看好这四家公司，是因为我们看好中国手机品牌未来的发展。

iPhone 的横空出世宣告了智能手机的时代来临。经过这十年的发展，我们看到中国的手机品牌正在不断的缩小和科技巨头苹果的差距。因为这十年的时间是中国品牌和中国制造互相促进的十年。未来十年，中国手机品牌无疑会是科技行业最黄金的赛道之一。

首先，中国手机品牌是推动 5G 普及最重要的一股力量。5G 给大家构建的万物互联的使用场景需要借助智能手机的算力来实现。因此，中国手机品牌会有强大的动力推动 5G 的发展，也同时会受惠于 5G 带来的红利。

其次，中国手机品牌可能是目前从中国走向世界，即国际化最成功的一批公司。2019 年，中国这五大手机品牌，华为、OPPO、vivo、小米、传音，整体海外出货量占比都超过了 50%。可以说，他们是中国科技企业国际化的急先锋。在互联网收入国际化的进程中，这些手机品牌很可能是最为水到渠成的公司。

最后，中国手机品牌也不断以智能手机中心往拓展周边产品。因此手机品牌也是最有希望培育下一个科技创新平台的土壤。

结合以上三点，**我们坚定的看好中国手机品牌的发展。成长性是科技行业股票的基因之一，我们也期待中国手机品牌征战全球带来的成长。**

图表 58：2020 年中国企业国际化程度排行

排名	品牌	类别	品牌力得分	同比成长率
1	华为	消费电子	1938	4%
2	联想	消费电子	1881	11%
3	阿里巴巴	电子商务	1666	3%
4	字节跳动	内容型 APP	1368	56%
5	小米	消费电子	1098	3%
12	OPPO	消费电子	518	51%
20	vivo	消费电子	348	35%

资料来源：BRANDZ、浦银国际

公司比较：小米 vs 传音控股 vs 比亚迪电子 vs 闻泰科技

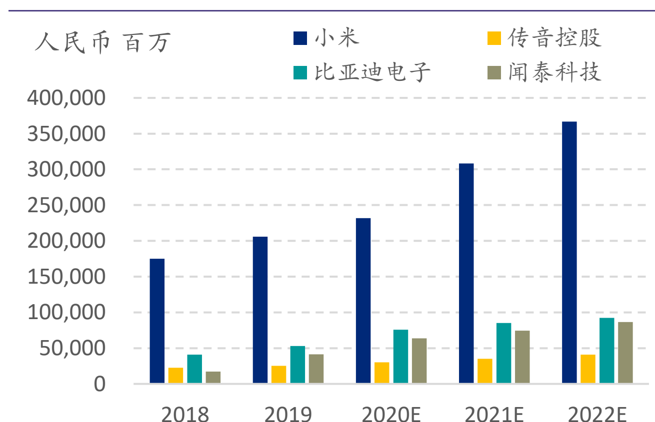
- **营收体量：小米无疑是最大的。**这主要由于小米是手机品牌公司，因而手机收入体量较大，且 IoT 和互联网业务贡献比例也越来越高。比亚迪电子和闻泰科技营收在这两年也成长比较快，分别得益于组装业务增长和收购安世半导体。这两家公司都朝千亿营收迈进。
- **营业利润率：**传音最高。这主要依托传音在非洲地区高达 30%的毛利率。在闻泰并表安世半导体业务后，闻泰合并的营业利润率也有望向传音靠拢。
- **研发投入：**以研发投入绝对值看，**小米最高，**跟小米庞大的营收体量也类似的。从研发费用/销售比例看，这四家公司大体都在 3%-4%，差距相对较小。
- **净利润增速：**闻泰和比亚迪电子 2020 年增速最高，**小米 2021 年增速最高。**同时这四家 2022 年净利润同比增速都接近 10%或者在 10%以上。

总结来说，我们都比较喜欢这四家公司，看好他们可以伴随中国智能手机品牌的成长而成长。

具体来说，我们最看好小米在未来的成长。小米稳固的国内基本盘和高速扩张的海外市占率为其带来利润的成长，同时高研发投入也会进一步为小米构建护城河，因此**小米成为这四只股票中的首选。**

其次，根据利润增速的高低，我们也依次看好传音控股、闻泰科技和比亚迪电子。

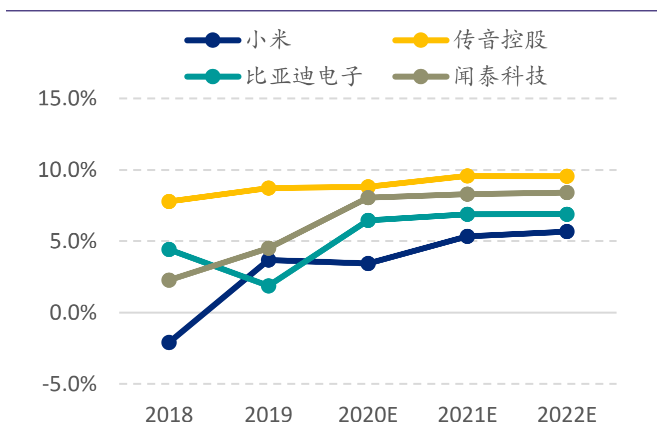
图表 59: 营业收入比较



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

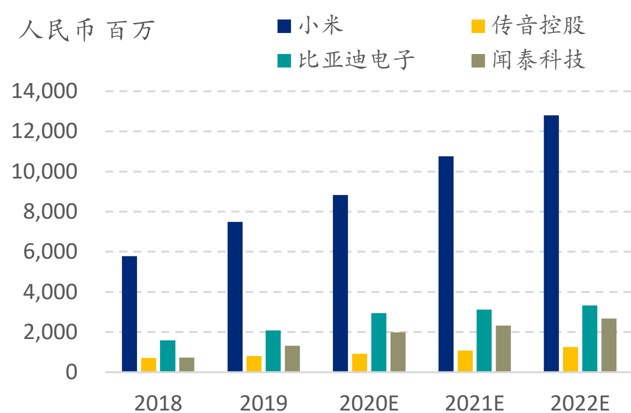
图表 60: 营业利润率比较



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

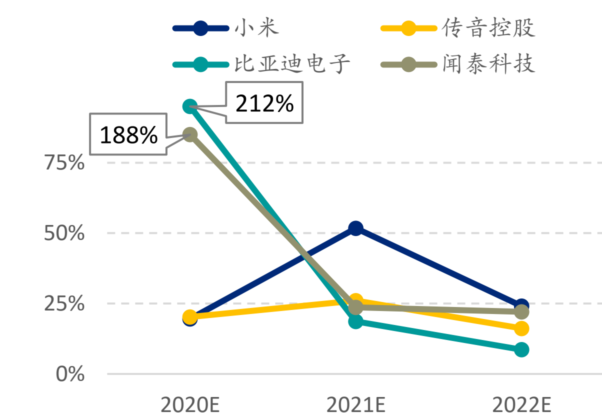
图表 61：研发费用比较



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

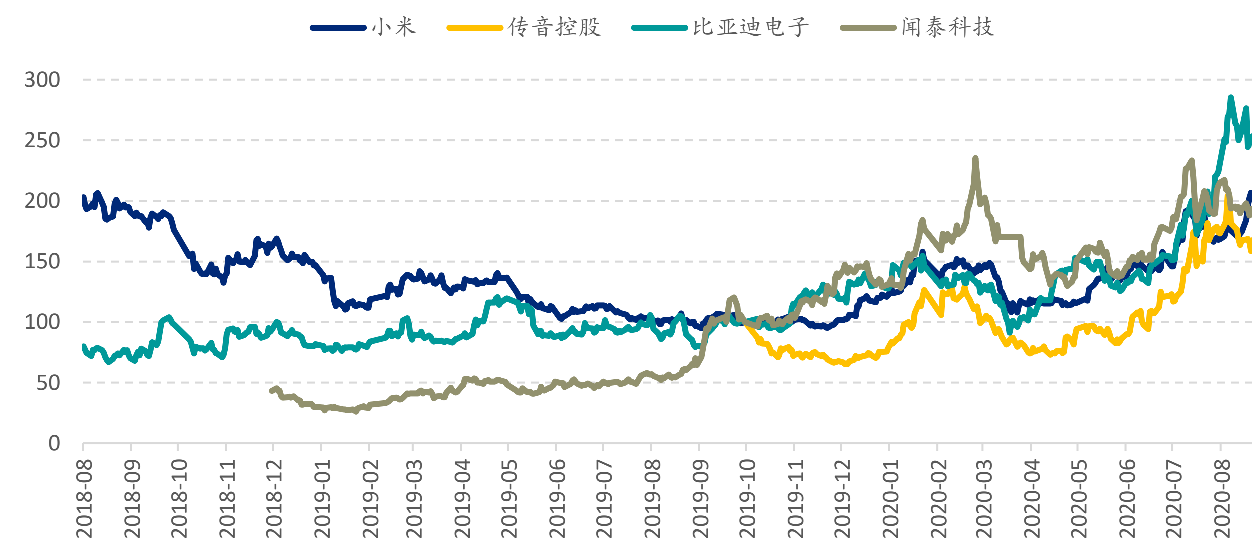
图表 62：净利润增速比较



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 63：股价回报对比



注：股价以 2019 年 9 月 30 号为 100 进行调整。

资料来源：Wind、浦银国际

图表 64：估值比较

股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动年初至今（%）	EPS同比增长			P/E（市盈率）			P/B（市净率）		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1810 HK Equity	小米	73,101	23.5	118.0	20%	52%	24%	41.2	27.1	21.9	5.4	4.7	4.0
688036 CH Equity	传音控股	13,052	111.7	144.9	20%	26%	16%	41.4	32.9	28.3	8.9	7.4	6.1
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

小米（1810.HK）首次覆盖：夜空中最亮的星

过去两年的小米是补功课的小米，是在面临国内智能手机激烈竞争的情况下，依然在建设线下渠道、冲击高端的小米。通过过去两年的努力和铺垫，我们认为小米已经做好准备。不论是国内的高端市场，还是海外的发达地区，小米都已经获得入门券。我们预计小米未来两年的净利润将同比增长 52%和 24%。清晰的成长路径也会促使小米的估值从行业底部向行业顶部提升。因此，我们首次覆盖小米（1810.HK），首予"买入"评级，12 个月目标价为 35 港元，潜在升幅 49%。

- **稳住中国基本盘，海外快速扩张，拼抢高端份额：**首先，小米在中国智能手机市场的约 9%的份额是基本盘。这个基本盘是由小米的强势线上渠道和小米之家铸就的，未来仍将保持稳定。其次，我们预计小米将成为今年海外出货量最高和海外市占率最高的中国智能手机品牌。海外市场会成为小米未来五年智能手机成长动力。最后，今年年初，小米全力打入高端智能手机市场，并且已经取得成效。小米进军高端之路会进一步推动小米智能手机业务成长。
- **IoT 产品既是增长动力，也是护城河：**通过生态链企业和小米手机用户积累，小米已经具备完善的打造 IoT 爆款产品的能力。在 2019 年，IoT 产品收入已经达到小米智能手机收入的 51%，未来这个比例还将持续提升。IoT 产品，一方面可以增加小米手机用户的粘性，另一方面可以借助中国已经成功的 IoT 爆款产品打入海外新进市场。
- **烙印在灵魂深处的移动互联网基因：**目前，小米全球 MIUI 用户 3.4 亿，中国 MIUI 用户 1.1 亿。小米在深耕国内广告、游戏等互联网业务的同时，也积极拓展海外互联网业务。我们认为小米是国内少数具备高潜力的可以布局海外互联网市场的中国企业。
- **估值：**我们采用 DCF 方法，对小米进行估值。我们的 12 个月目标价为 35 港元，对应 40.8x 的 2021 年市盈率和 32.9x 的 2022 年市盈率。我们认为小米的目标估值合理，与电子零部件公司立讯精密和歌尔股份，手机品牌苹果和传音等当下的估值匹配。
- **投资风险：**国内外疫情反复影响全球智能手机需求，从而拖累小米智能手机的出货表现。中美贸易冲突增加小米硬件成本，导致利润率降低或者产品需求走弱。

图表 65：盈利预测和财务指标（2018-2022E）

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	174,915	205,839	231,768	308,440	366,910
总收入同比增速	52.6%	17.7%	12.6%	33.1%	19.0%
净利润	13,554	10,044	12,008	18,221	22,622
净利润同比增速	NM	-25.9%	19.6%	51.7%	24.2%
目标 PE（x）		74.1	62.0	40.8	32.9
目标 PB（x）		10.2	8.9	7.4	6.2

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

评级　买入

目标价（港元）	35.0
潜在升幅/降幅	49%
目前股价（港元）	23.5
52 周内股价区间（港元）	8.3-24.3
总市值（百万港元）	566,532
近 90 日日均成交额（百万港元）	3,453

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**174,915**	**205,839**	**231,768**	**308,440**	**366,910**
销货成本	(152,723)	(177,285)	(198,298)	(262,837)	(312,132)
毛利润	**22,192**	**28,554**	**33,470**	**45,603**	**54,779**
经营支出	**(25,869)**	**(20,975)**	**(25,532)**	**(29,125)**	**(33,985)**
销售费用	(7,993)	(10,378)	(13,061)	(14,253)	(16,785)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,637)	(4,114)	(4,405)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(8,833)	(10,758)	(12,795)
经营利润	**(3,677)**	**7,580**	**7,938**	**16,478**	**20,794**
非经营收入	17,604	4,583	5,510	4,556	5,319
财务费用	216	402	(213)	(213)	(213)
投资收益	3,815	3,141	5,022	4,068	4,832
其他	13,572	1,040	701	701	701
税前利润	**13,927**	**12,163**	**13,448**	**21,034**	**26,113**
税务费用	(449)	(2,060)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
税后利润含少数股东权益	**13,478**	**10,103**	**11,989**	**18,202**	**22,603**
少数股东权益	(76)	59	(19)	(19)	(19)
净利润	**13,554**	**10,044**	**12,008**	**18,221**	**22,622**
基本股数（百万）	16,070	23,746	23,746	23,746	23,746
摊销股数（百万）	23,563	24,509	24,509	24,509	24,509
基本EPS（元）	**0.84**	**0.42**	**0.51**	**0.77**	**0.95**
摊销EPS（元）	**0.04**	**0.41**	**0.49**	**0.74**	**0.92**

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	39,261	50,355	68,331
受限制资金	2,846	23,061	23,061	23,061	23,061
短期投资	16,942	29,187	32,864	43,735	52,026
应收账款和应收票据	5,598	6,949	7,824	10,412	12,386
存货	29,481	32,585	36,448	48,310	57,371
其他流动负债	20,915	19,837	22,336	29,725	35,360
流动资产合计	**106,013**	**137,539**	**161,794**	**205,599**	**248,535**
物业、厂房及设备	5,068	6,992	9,591	12,999	16,773
无形资产	2,061	1,672	1,278	977	747
长期投资收益	27,275	29,980	32,978	36,276	39,903
其他非流动资产	4,811	7,446	7,446	7,446	7,446
总资产	**145,228**	**183,629**	**213,087**	**263,297**	**313,404**
短期借贷	3,075	12,837	16,654	19,591	24,895
应付账款和应付票据	46,287	59,528	66,584	88,254	104,806
其他流动负债	12,578	19,816	22,312	29,694	35,323
流动负债合计	**61,940**	**92,181**	**105,550**	**137,539**	**165,024**
长期借款	7,856	4,787	8,867	8,867	8,867
其他非流动负债	4,182	5,004	5,004	5,004	5,004
总负债	**73,978**	**101,972**	**119,421**	**151,410**	**178,895**
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	93,338	111,560	134,181
少数股东权益	(73)	327	327	327	327
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益总额	71,250	81,658	93,666	111,887	134,509
总负债和股东权益	145,228	183,629	213,087	263,297	313,404

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**(1,415)**	**23,810**	**15,953**	**27,429**	**30,660**
税前利润	13,927	12,163	13,448	21,034	26,113
折旧	220	895	1,235	1,694	2,296
摊销	529	486	394	301	230
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(194)	(194)	(194)
营运资金变动	**(13,396)**	**9,553**	**2,316**	**7,212**	**5,512**
应收账款减少（增加）	(91)	(1,277)	(875)	(2,588)	(1,974)
库存减少（增加）	(16,115)	(6,964)	(3,862)	(11,862)	(9,061)
应付账款增加（减少）	12,627	13,535	7,056	21,671	16,552
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	(3)	(8)	(6)
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
利息收入（支出）	(216)	(402)	213	213	213
投资活动现金流	**(7,508)**	**(31,570)**	**(10,509)**	**(19,272)**	**(17,988)**
资本支出	(3,785)	(3,405)	(3,834)	(5,102)	(6,070)
取得或购买长期投资	(2,828)	(4,187)	(2,998)	(3,298)	(3,628)
银行存款增加	(1,157)	(20,203)	-	-	-
短期投资	(1,801)	(9,776)	(3,677)	(10,872)	(8,291)
其他	2,064	6,002	-	-	-
融资活动现金流	**26,574**	**3,121**	**7,897**	**2,937**	**5,304**
借款	(236)	6,619	3,817	2,937	5,304
发行股份	23,249	-	-	-	-
发行债券	-	-	4,080	-	-
其他	**3,562**	**(3,498)**	**-**	**-**	**-**
外汇损益	**1,015**	**328**	**-**	**-**	**-**
现金及现金等价物净流量	**18,667**	**(4,310)**	**13,342**	**11,094**	**17,976**
期初现金及现金等价物	**11,563**	**30,230**	**25,920**	**39,261**	**50,355**
期末现金及现金等价物	**30,230**	**25,920**	**39,261**	**50,355**	**68,331**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速					
营业收入增速	52.6%	17.7%	12.6%	33.1%	19.0%
毛利润增速	46.4%	28.7%	17.2%	36.3%	20.1%
营业利润增速	NM	NM	4.7%	107.6%	26.2%
净利润增速	NM	-25.9%	19.6%	51.7%	24.2%
盈利能力					
净资产收益率	-48.4%	13.1%	13.7%	17.7%	18.4%
总资产报酬率	11.5%	6.1%	6.1%	7.6%	7.8%
投入资本回报率	-5.0%	5.6%	5.4%	9.7%	10.3%
利润率					
毛利率	12.7%	13.9%	14.4%	14.8%	14.9%
营业利润率	-2.1%	3.7%	3.4%	5.3%	5.7%
净利润率	7.7%	4.9%	5.2%	5.9%	6.2%
营运能力					
现金循环周期	(30)	(34)	(41)	(38)	(40)
应收账款周转天数	12	11	12	11	11
存货周期天数	55	64	64	59	62
应付账款周转天数	96	109	116	108	113
净债务（净现金）	(22,145)	(31,358)	(36,802)	(44,959)	(57,631)
自由现金流	(21,647)	12,966	6,590	17,752	19,252
目标 P/E（x）		74.1	62.0	40.8	32.9
目标 P/B（x）		10.2	8.9	7.4	6.2

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

关于小米，写在开头

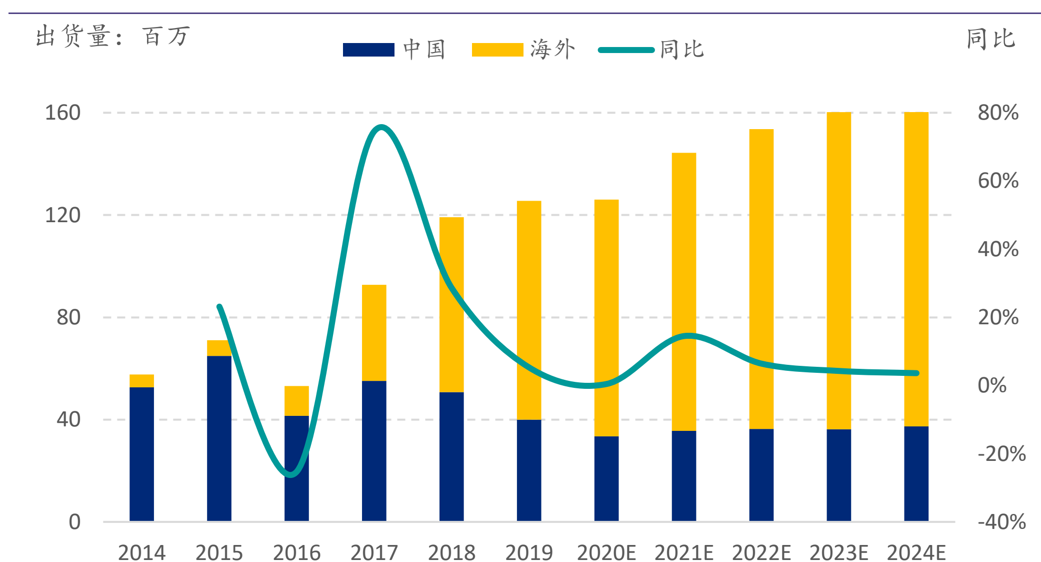
小米这家公司成立至今正好 10 周年。看着时间并不是很短，但是跟全球前几大智能手机品牌公司相比，小米真的只能算是一位新人。小米是一家充分受惠于 4G 移动互联网浪潮的公司。中国 4G 智能手机的切换需求推动小米的快速崛起，而小米的快速成长又反哺中国移动互联网的发展。

过去十年小米做到过顶点，也经历过挫折。小米曾连续在 2014 年和 2015 年拿下中国智能手机出货量冠军，也在 2016 年经历过中国市场的大幅下跌，随后在 2017 又奇迹般地恢复增长。曾经的小米带着主角光环走入资本市场，如今的小米砥砺前行。

我们认为在海外布局方面，目前小米是仅次于华为的中国品牌手机厂商。由于华为受到美国的出口限制，小米将在今年成为中国手机品牌海外出货量最大的公司。这不仅仅是小米的机会，更是小米的责任。我们相信小米是夜空中最亮的星。

2019 年小米智能手机出货量达到 1.26 亿部，5 年复合增长率 17%。而未来 5 年，小米手机的复合增长率将保持 6%，也有希望向着华为达到过的高度前行。作为在可预见的未来都将是不可替代的个人计算的中心，智能手机出货量和份额的保障自然而然会带来 IoT 产品和互联网增值服务的增加。

图表 66：小米智能手机出货量及预测：2014-2024E



E=浦银国际预测

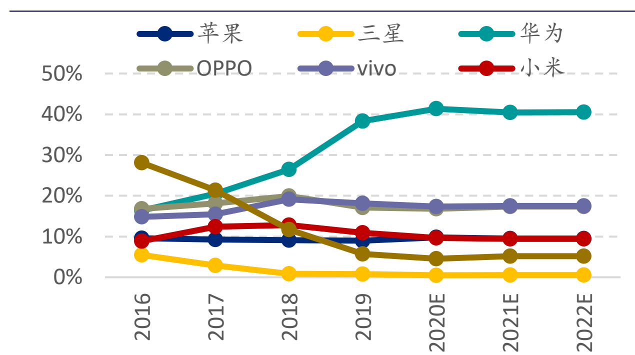
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

智能手机业务稳健增长

在 2019 年 5 月，华为被加入美国实体清单之后，就将大量资源向中国国内市场倾斜。这给小米、OPPO、vivo 等在国内市场的销售很大的压力。我们也留意到小米在国内智能手机的份额也从 2019 年上半的 12%下滑到 2019 年下半年的 9%-10%之间。但是，即使在这样的情况下，小米依然保持住了线上的份额，并且努力向高端拓展。我们认为未来小米在中国智能手机的基本份额在 9%左右的位置，也就是大约每年 3500 万部的量。这是小米在中国可以坚守住的战场。

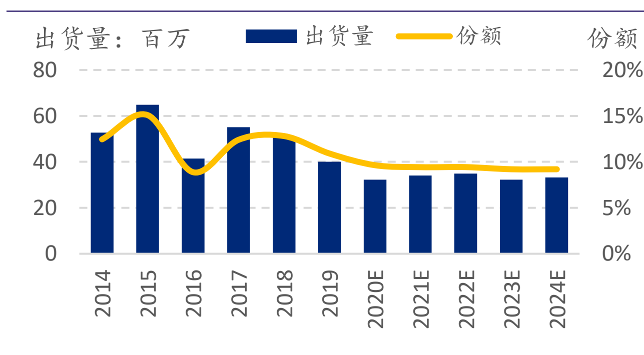
其次，小米的海外扩张也是仅次于华为，明显快于 OPPO 和 vivo。在 2019 年，小米智能手机海外出货量达到 8563 万部，比 OPPO 和 vivo 的海外出货量高了 3000-4000 万部。2021 年-2022 年，小米的海外智能手机预计可以分别成长 16%和 8%，即小米在 2021 年的海外出货量就能突破 1 亿部。这将推动小米整体智能手机的成长，也进一步催化小米国际化的进程。假如华为在海外未来依然面临限制的话，我们认为小米是最有可能最先收复华为留下的海外市场空间的中国品牌，而且小米会成为中国品牌中海外出货量最大的公司。

图表 67：中国智能手机出货份额按照品牌拆分



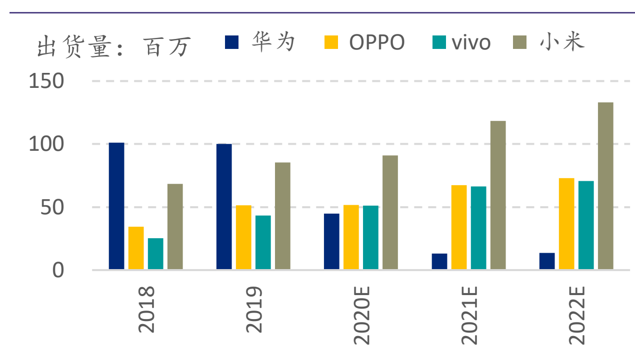
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 68：小米智能手机中国出货量及份额预测



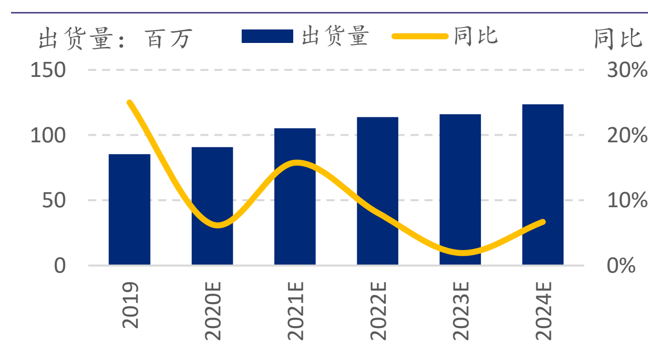
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 69：中国品牌智能手机海外出货量比较



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 70：小米智能手机海外出货量及预测



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

● 小米稳住中国的基本盘

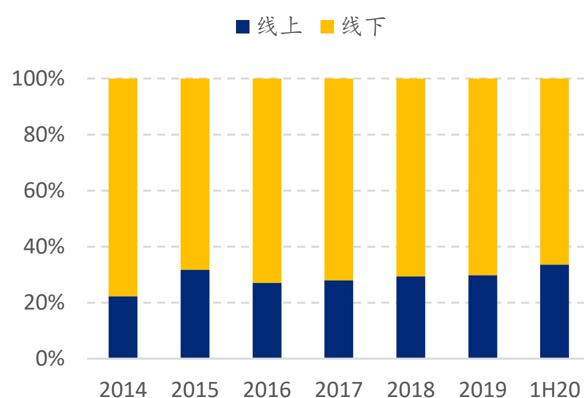
1. 小米中国线上份额保持稳定

小米借助了互联网销售模式开启了属于自己的时代。在 2015 年，在小米的推动下，中国智能手机线上销售的比例一度达到了 32%。在 2016-2017 年，中国低线城市智能手机需求的快速增长才将线上销售的比例拉回至 27%-28%的水平。总体来说，2018 年和 2019 年，中国线上销售的智能手机的是缓步增长的，在 2019 年，大约有 30%的智能手机是线上销售的。

2020 年上半年，受到疫情的影响，中国线上销售比例显著提升。根据 IDC，中国智能手机线上销售比例显著提升，从 2019 年的 30%提升到今年上半年的 34%。展望未来，虽然一季度是疫情下的特别情况，但是，我们判断未来中国线上的比例依然会有攀升。这与中国整体实物商品消费线上化的比例提升是保持一致的。我们互联网分析师预计中国实物商品线上渗透率有望从 2019 年的 20.7%提升到 2021 年的 27.5%。相对来说，中国智能手机线上销售比例比线上中国实物商品整体销售比例要高 10 个百分点。

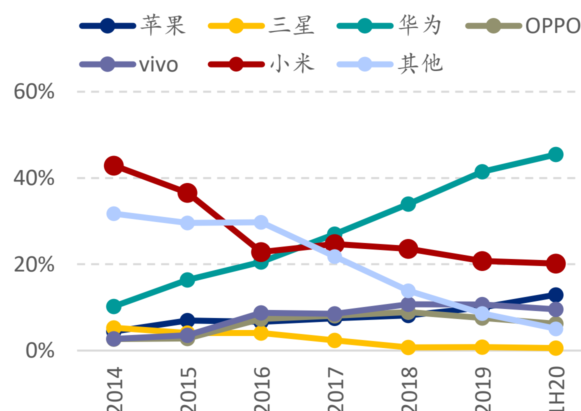
我们认为线上渠道是小米在中国的强势盘，是小米最擅长布局的渠道。过去三年，小米的线上份额都比较巩固和稳定，保持在 20%以上。虽然这两年的线上份额低于华为，但是依然显著高于 OPPO（<10%）和 vivo（10%+）。而在今年一季度的疫情的特殊背景下，小米受惠于线上优势，因而在一季度给出了超预期的业务。因此，我们认为未来小米的线上份额会继续保持稳定，并且受惠于中国线上销售占比的提升。

图表 71：中国智能手机出货份额按照线上和线下拆分：2014-1H20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 72：中国智能手机智线上出货份额按照品牌拆分：2014-1H20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

2. 小米高端智能手机段位加速布局

过去几年，小米在高端智能手机，或者说是高于人民币 3000 元价位段的手机布局并不顺利。在 2019 年，小米智能手机总出货量中高于人民币 3000 元以上占比只有 2%。但，也是在 2019 年，我们看到小米公司进军高端的策略布局。未来两年，我们将见证小米在高端智能手机的表现，同时也进一步改善小米智能手机的产品组合，拉动小米智能手机平均单价的提高。

首先，在 2019 年年初的时候，小米宣布 RedMi（原红米）品牌独立。我们认为未来 RedMi 品牌会扛起原来小米品牌的性价比的战略，通过极致的性能和价格打动消费者。一来有利于让 RedMi 品牌打造自己子品牌的旗舰，扩大受众群体。二来，这也会进一步帮助小米主品牌摆脱价格段的束缚，进军更高价位区间的智能手机。小米也连续三年提高其数字旗舰系列的售价。

图表 73：小米 2018-2020 旗舰机型比较：不断向高价格段挺近，提升品牌力

型号	小米8	小米8 Pro	小米9	小米9 Pro	小米10	小米10 Pro	小米10 Ultra
发布日期	2018-5	2018-9	2019-2	2019-9	2020-2	2020-2	2020-8
起售价格（人民币）	2,699	3,599	2,999	3,699	3,999	4,999	5,299
储存	6GB+64GB	6GB+128GB	6GB+128GB	8GB+128GB	8GB+128GB	8GB+256GB	8GB+128GB
通信技术	4G	4G	4G	5G	5G	5G	5G
机型图							

资料来源：公开资料、浦银国际

其次，在 2020 年年初，小米发布小米 10 并成功打入 3000 元以上价位段。小米也因此在今年一季度在中国 3000 元以上智能手机价格区间斩获 7%的份额。另外，根据 ITBD 的数据显示，在 2020 年 6 月，在中国地区，小米 10 和 10Pro 系列销量为 73.5 万部。作为小米初次亮相 3000 元以上价位段的旗舰来说表现已经相当不错，略低于当月华为 P40 系列的 82.7 万部和 OPPO Reno3 系列的 81.1 万部，但是已经高于 vivo 的 X50 系列的 72.1 万部。在 618 期间，小米 10 系列成功夺得京东平台 3500-4500 元价位段销量冠军。

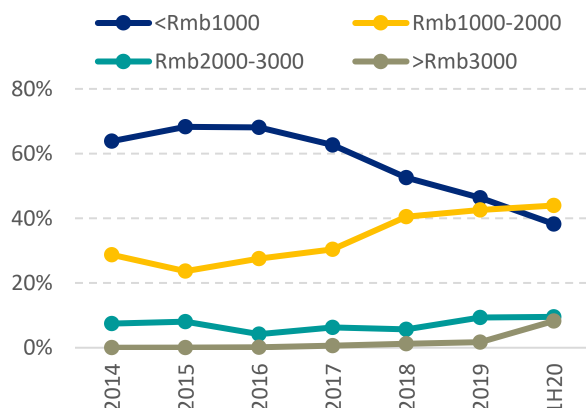
最后，今年 8 月 11 号，小米发布今年旗舰机型的“超大杯”，小米 10 至尊纪念版，进一步上探小米手机的价格上行价格区间至 5299 元。小米这款机型即使在这个价位段，同华为、OPPO、vivo 的旗舰相比，也有非常强的竞争力。截止 8 月 31 号，天猫小米旗舰店小米 10 至尊纪念版下单数量已经超过 2 万。因此，我们预计小米在中国 3000 元以上价格区间的市占率会在今年二季度 8%的基础上继续提升（见下图 HOVM 旗舰机型比较）。

图表 74：小米、华为、OPPO、vivo 旗舰最高端机型对比

品牌	小米	华为	OPPO	vivo
型号	小米 10 Ultra	P40 Pro+	Reno4 Pro	X50 Pro+
发布日期	2020-8	2020-3	2020-6	2020-7
起售价格（人民币）	5,299	5,988	3,799	4,998
储存	8GB+128GB	8GB+128GB	8GB+128GB	8GB+128GB
通信技术	5G	5G	5G	5G
机型图				

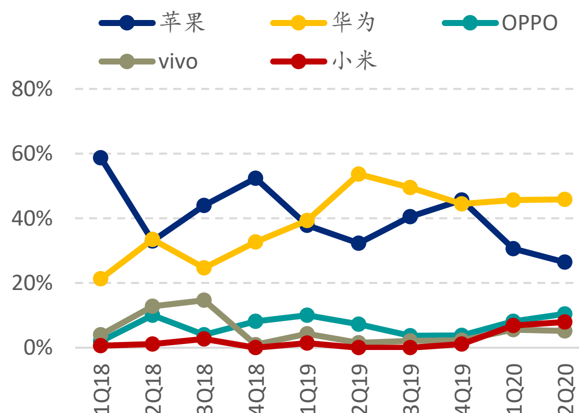
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 75：小米智能手机出货份额按价格区间拆分：2014-1H20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 76：中国 3000 元以上智能手机出货份额按照品牌拆分：1Q18-2Q20



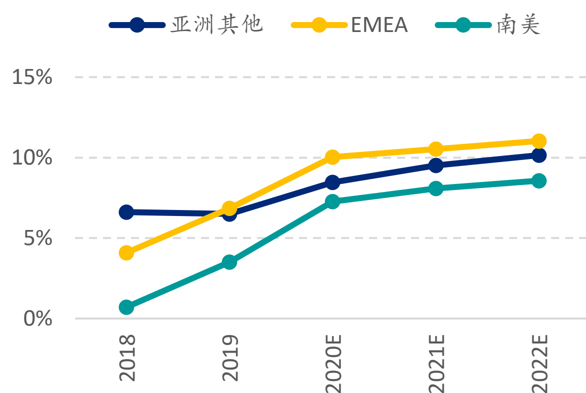
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

● 海外的快速扩张

在 2018 年，小米智能手机的海外出货量就已经超过中国的出货量。海外地区不可或缺的成为小米智能手机业务增长最大的动力。我们认为小米目前在海外取得较好成绩主要的原因在于：1）小米智能手机性价比相对比较高，2）线上渠道的销售有利于小米品牌的快速传播，3）IoT（Internet of Things，物联网）爆款产品带动小米手机的出货。我们认为这几大优势会持续推动小米海外的扩张。

在 2019 年，小米在印度地区的智能手机出货量超越自己在中国地区的出货，达到 4400 万部，同比增长 8.5%，贡献了小米手机出货量的 35%。并且连续两年夺得印度智能手机出货量第一。我们认为小米未来两年在印度继续增加份额带来的空间相对比较小，更多成长将来自于印度手机用户从功能机向智能手机转换带来的智能手机的成长。在 2021 年和 2022 年，小米在印度的智能手机出货量预计将成长 13%和 8%，与印度整体智能手机出货量的成长类似。

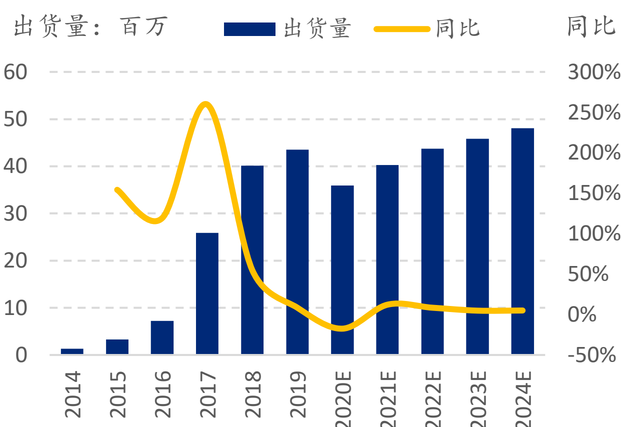
图表 77：小米智能手机在海外不同地区份额及预测：2018-2022E



E=浦银国际预测，注：EMEA=欧洲、中东及非洲

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 78：小米智能手机印度出货量及预测：2014-2024E



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

小米着力拓展的第二块海外市场是欧洲。在 2019 年，小米 EMEA（Europe, Middle East and Africa，即欧洲、中东、非洲）已经取得非常亮眼的成绩，一共了出了 1250 万部智能手机，或 15%的市占率，排名第三，仅次于三星和华为。在非运营商主导的市场中，小米的拓展速度是非常惊人的。小米会利用爆款的智能手机建立品牌，然后利用小米体系中受欢迎程度比较高的 IoT 产品配合手机继续做推广。因而，小米海外扩张比起 OPPO 和 vivo 要高效很多。

西欧智能手机市场：

- 西欧运营商渠道占据 40%-50%的份额，因此手机品牌需要配合运营商针对做一些客制化的改动
- 在西欧苹果和三星总共占据 70%以上的份额，因此西欧运营商也有意愿降低对这两大品牌的依赖度

目前正是小米重点突破西欧的好机会，尤其是西欧的运营商渠道。而且我们认为小米在今明两年就能看到显著的成果。小米需要配合运营对智能手机做一些客制化的变动。这对效率优先的小米来说并不是一件难事。另外，在华为逐步退出西欧市场时，西欧的运营商也会加快引入除苹果和三星之外的手机品牌来平衡苹果和三星。因此，我们认为目前小米正处于进入西欧运营商渠道非常有利的时机。

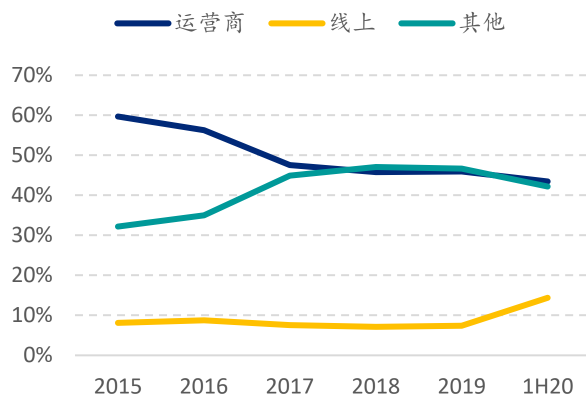
图表 79：小米、苹果、三星旗舰手机对比：小米的旗舰机型具有竞争力

品牌	小米	三星	苹果
型号	小米 10 Ultra	Note 20 Ultra	iPhone 11 Pro Max
发布日期	2020-8	2020-8	2019-9
起售价格（人民币）	5,299	9,199	9,599
储存	8GB+128GB	12GB+256GB	4GB+64GB
通信技术	5G	5G	4G
机型图			

资料来源：公开资料、浦银国际

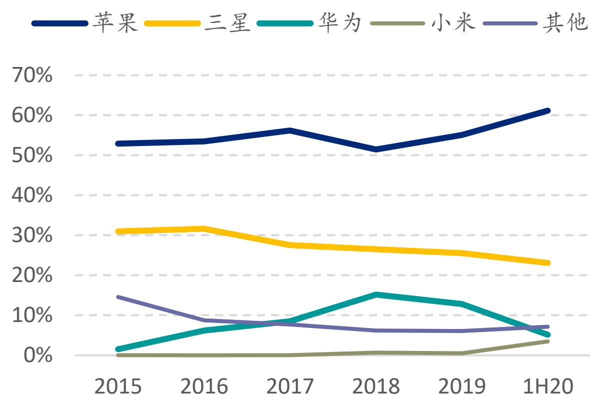
我们预计 EMEA 这个大区将会是小米未来三年增长最快的区域，预计在这个区域小米 2019-2022E 的复合增长率将到达 16%，市场份额也有望从 2019 年的 6.5%成长为 2022 年的 10%。到 2022 年，小米 EMEA 区域的智能手机出货量也将超过中国地区，仅次于印度。

图表 80：西欧智能手机出货量份额按照渠道划分：2015-1H20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 81：西欧智能手机市场份额按照品牌拆分：2015-1H20



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

用 IoT 产品和小米生态链构建护城河

小米的 IoT（Internet of Things，物联网）业务是小米过去三年增长最快的业务板块，2016-2019 的复合增速达到了 71%。我们预计未来三年这个板块的业务将依然保持小米三大业务板块中最高的增速，2019-2022E 的复合增速将达到 24%。

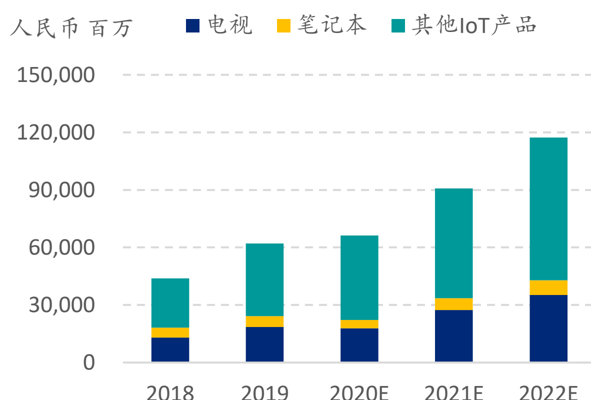
我们认为小米 IoT 产品取得如此成绩的主要原因在于：

- 小米手机用户为小米 IoT 产品积累了最初的忠实用户
- 通过复制小米智能手机打造爆款的能力打造智能产品
- 产品基本可以实现和小米智能手机的实时互联
- 借助各生态链企业，小米可以在多个产品种类实现快速兑现

这些优势综合起来让小米在过去三年取得傲人的成绩，也可以确保小米在未来三年持续发展。在这块业务中，收入贡献最大的产品是小米电视和笔记本业务。在其他 IoT 产品中，收入贡献比较大的还有小米手环、移动电源、电动滑板车、净水器等。在小米不断扩充品类的过程中，智能门锁、电饭煲等都有着很高的增长率。

小米打造 IoT 产品的能力和速度就和小米登顶印度智能手机市场的速度一样强，一样快。我们可以看到小米在 2019 年把小米电视市场份额做到了中国第一，并也让电视业务成功出海进入印度。而小米手环、平衡车等都占据了全球第一的份额。

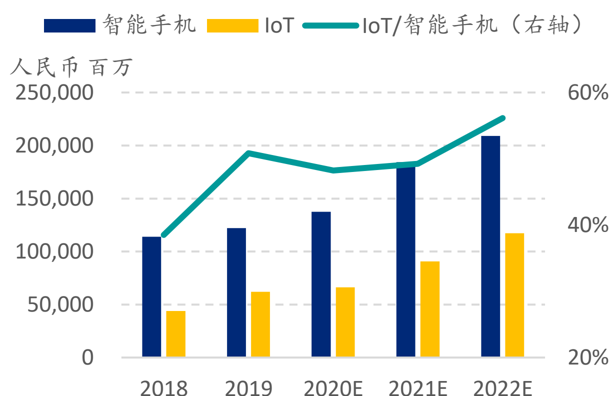
图表 82: 小米 IoT 收入按照产品拆分



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 83: 小米 IoT 产品收入 vs 智能手机收入



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 84：小米智能电视：不断向高端电视领域渗透



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 85：小米 IoT 产品种类丰富



资料来源：公司资料、浦银国际

在 2019 年，小米的 IoT 业务收入已经达到了智能手机收入的 51%。这个比例与苹果的比例差不多。今明两年，小米会重点发力白色家电。由于白电的单价相对其他手机周边要高，我们也预期白电业务的展开也会持续推动小米 IoT 业务的快速增长。

最后，我们认为 IoT 产品同时给小米的智能手机业务构建了护城河。根据小米年报，2019 年拥有 5 件以上连接小米 IoT 平台的设备的用户数达到了 410 万，在 2018 年 230 万的基础上快速增长。这些 IoT 会增强小米手机用户的粘性。这些用户也会成为小米手机最忠实的用户。这同样是我们认为小米智能手机在国内基本盘的份额保持在 9%的原因之一。

● 小米生态链丰富

小米的生态链各家企业主要负责小米的 IoT 产品。生态链的企业也可以借助小米打造爆款的能力让公司得到快速的发展。我们认为这是小米和生态链的双赢策略。小米在 2019 年年报中披露，小米投资或者参股的生态链的公司已经有 290 家。其中，华米（小米手环）、九号智能（平衡车）、石头科技（扫地机器人）、云米（小米家电）四家公司已经或即将在美股纳斯达克或者 A 股科创板上市。这些生态链也是小米的多张底牌，未来生态链可能的上市动作也能为小米带来丰厚的投资回报。

图表 86：小米生态链企业已上市或正在上市申请的企业

公司/品牌	主要产品	上市代码
华米	智能手环	HMI.N
云米	互联网家电	VIOT.O
石头科技	扫地机器人	688169.SH
青米（动力未来）	智能插线板	839032.OC
润米（开润股份）	旅行箱	300577.SZ
九号智能	智能平衡车	科创板上市申请中
极米	投影仪	科创板上市申请中

资料来源：公司资料、浦银国际

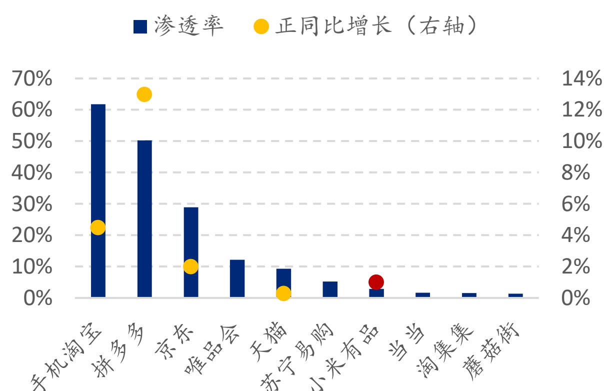
● 小米有品电商高增长

因为小米 IoT 产品品类的不断丰富，小米也顺势推出了小米有品 APP（Application，应用）。有品电商平台的 GMV（Gross Merchandise Volume，商品交易总额）也快速增长。在 2019 年，有品电商平台的 GMV 突破 100 亿人民币。根据极光统计，2020 年 6 月，除了几家头部电商平台外，小米有品几乎是唯一呈现渗透率和日活人数同比增长，且增长比较明显的电商平台。

小米电商平台在不断的提供更加丰富的商品组合，精选消费者喜爱的产品，同时积极获取新课。同时，有品电商平台也将受惠于中国电商渗透率的提升。因此，随着小米 IoT 业务不断发展和壮大，小米有品电商平台业务也会不断提升。

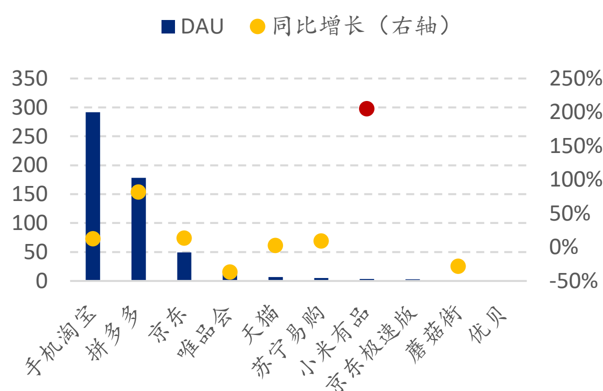
（小米有品电商平台业务计入小米互联网业务板块。）

图表 87: 2020 年 6 月电商 APP 渗透率排行及同比变化



资料来源：极光、浦银国际

图表 88: 2020 年 6 月电商 APP DAU 均值及同比变化



注释：DAU，Daily Active Users，日活跃用户数

资料来源：极光、浦银国际

互联网增值业务走向国际

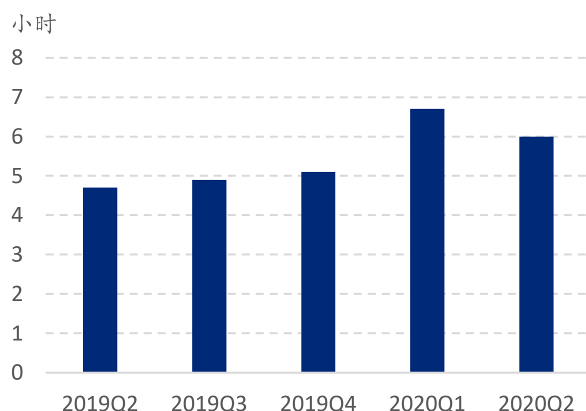
智能手机是移动互联网时代最为关键的载体。因而，互联网基因是深深烙印在手机品牌公司里的。对于安卓定制化操作系统 MIUI（MI User Interface，小米用户界面）起家的小米来说，互联网业务的布局更是从一早就开始的。

对于互联网业务来说，流量是最为关键的指标。小米获取流量的方式最为直观就是有多少人使用小米手机，那就是为小米贡献了多少流量。

截止 2020 年一季度末，小米的 MIUI，也就是小米手机操作系统的用户数为 3.3 亿，其中中国用户数为 1.1 亿，海外用户数为 2.2 亿。目前，小米的互联网收入的 90%以上来自于国内。因此国内用户数将是小米互联网业务最重要的根基。基于我们对小米国内智能手机 9%份额的基本盘的信心，我们认为 MIUI 国内的用户在未来也可以基本维持在 1.1 亿上下。

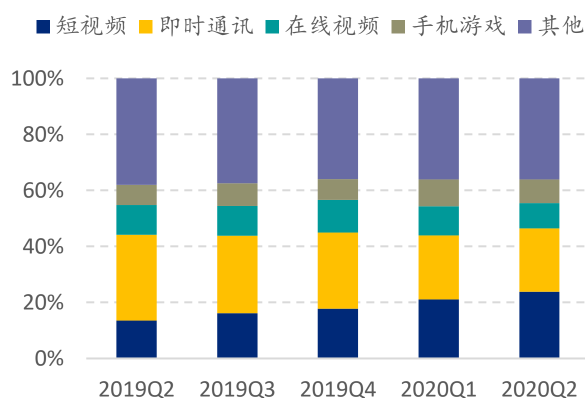
根据中国互联网信息中心的报告，1）中国网民人均每周上网时长同比都是不断增加的，2）手机网络游戏用户规模和使用率都是不断提升的。下图中极光的报告数据也符合这一结论。这都有利于小米的国内广告和游戏业务的增长。而且，随着小米 3000 元以上价位智能手机销售占比的提升，这可以推动小米这两块业务的 ARPU（Average Revenue Per User，平均用户收入）增长。

图表 89: 中国移动网民人均 APP 每日使用时长



资料来源：极光、浦银国际

图表 90: 中国移动网民人均 APP 每日使用时长中游戏时间占比增加



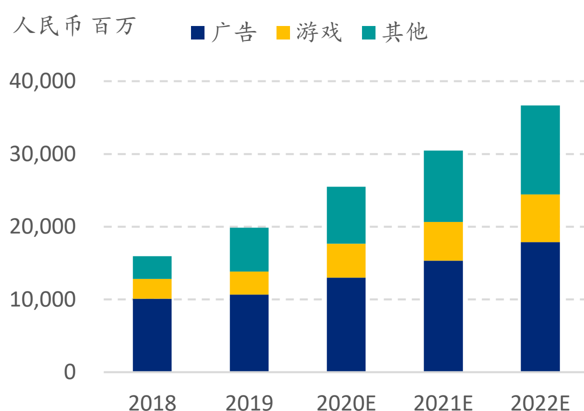
资料来源：极光、浦银国际

小米的互联网业务主要可以拆分为三大块——广告收入、游戏收入和其他互联网增值业务。其他互联网增值业务主要包括电视广告和会员、金融业务、以及上文提及的有品电商平台业务等。在 2019 年，小米的广告收入和游戏收入分别占小米互联网业务的 54%和 16%，是小米互联网业务最重要的部分。

另外，随着印度等海外地区 MIUI 用户数的提升，小米的海外广告收入增速有望进一步加速。我们相信，在抖音的国际业务受到美国政府阻碍的时候，手机品牌可能是仅有的可以取得国际化互联网收入最好的代表。

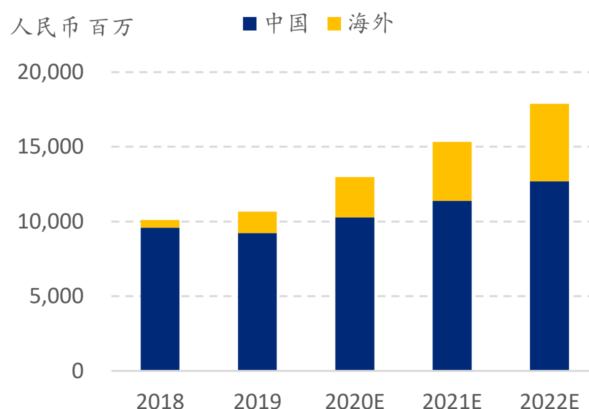
综上，我们预计小米的互联网业务在 2019 年-2022 年将保持 25%的复合增速。

图表 91：小米互联网收入按照业务拆分



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 92：小米互联网收入广告部分按国内和海外拆分



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

竞争格局

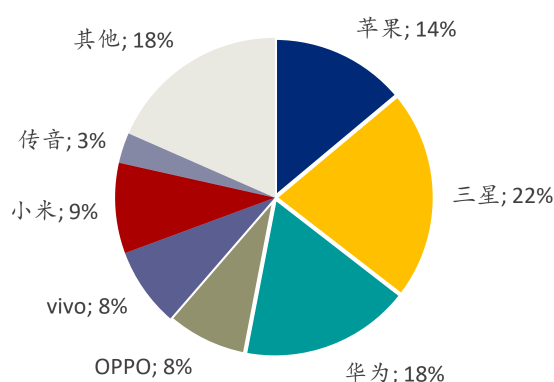
对于小米来说，智能手机业务最主要的竞争对手全球排名前几大的智能手机品牌公司，包括苹果、三星、华为、OPPO、vivo。

<u>问题一：小米在中国市场会继续丢份额给华为，甚至 OPPO 和 vivo 吗？</u>

我们认为小米在中国的份额会维持在 9%左右。主要基于如下原因：

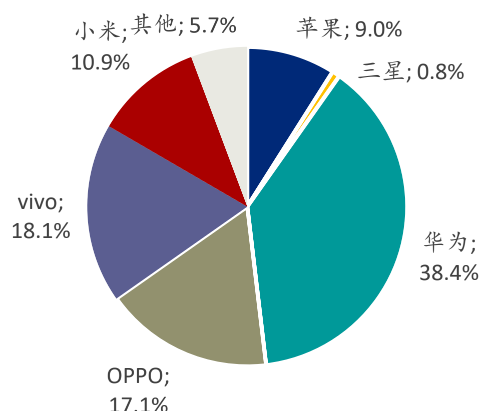
- 小米智能手机总出货量高于 OPPO 和 vivo，因此小米在供应链端的成本依然保持有优势；
- 小米不会与 OV 最强大的渠道优势相碰撞，但是 OV 想要触动小米最硬核的线上渠道也很难。小米在国内线上的份额保持在 20%；
- 若美国持续对华为出口限制，华为海思芯片的优势在未来两年会相对走弱。这给予小米潜在的份额提升的机会。

图表 93: 全球智能手机出货份额按品牌拆分（2019）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 94: 中国智能手机出货份额按品牌拆分（2019）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

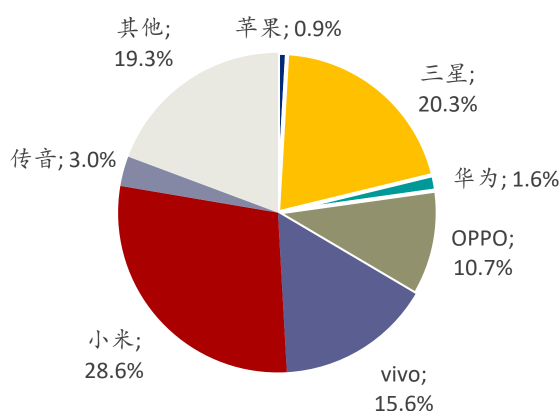
问题二：小米在印度市场会继续增加份额吗？

我们认为小米的份额还有小幅上升空间，但是份额上升空间不大。在印度市场，小米已经做到接近 30%的份额，这个数字已经是高于三星在过去五年的拿到的最高份额了。所以小米份额继续上升的空间相对有限。另外，小米在印度和 OV 也是直接竞争的情况。但是，一来印度还有接近 20%份额是中小品牌占据，二来三星也依然保有印度 20%的份额。这两者也给中国品牌足够的竞争缓冲，因此小米份额在印度的下行空间也不大。

问题三：小米可以在高端智能手机市场从三星和苹果那里抢到份额吗？

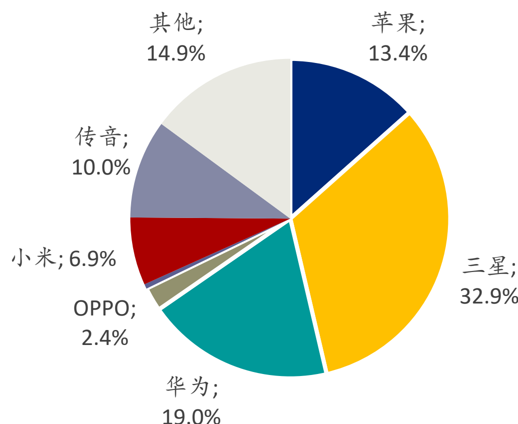
我们认为未来小米是很有希望从三星和苹果的高端份额抢夺一些份额的，尤其在西欧的运营商市场。目前，小米正在努力向高端区间渗透。下半年，小米依然会发布高端区间的智能手机。华为逐步退出欧洲市场之后，小米借机进入的机会会比较大。我们相信随着小米在高端布局的完善，小米和三星、苹果的差距会减小。

图表 95: 印度智能手机出货份额按品牌拆分（2019）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 96: EMEA 智能手机出货份额按品牌拆分（2019）



注释：EMEA，Europe, Middle East and Africa，欧洲、中东和非洲
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

财务分析与预测

图表 97：小米财务模型主要假设

小米主要假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能手机出货量（百万）					
中国	51	40	33	36	36
海外	68	86	93	109	117
总出货量	**119**	**126**	**126**	**144**	**154**
智能手机出货量同比增长					
中国	-8%	-21%	-16%	6%	2%
海外	82%	25%	8%	17%	8%
总出货量	**29%**	**5%**	**0%**	**15%**	**6%**
智能手机平均货单价（人民币）					
中国	1,069	1,148	1,311	1,511	1,618
海外	870	891	1,011	1,199	1,281
合并货单价	**955**	**973**	**1,091**	**1,276**	**1,361**
智能手机平均货单价增长					
中国	21%	7%	14%	15%	7%
海外	2%	2%	14%	19%	7%
合并增长	**10%**	**2%**	**12%**	**17%**	**7%**
智能手机营收（人民币百万）					
中国	54,306	45,936	43,895	53,867	58,800
海外	59,495	76,159	93,639	130,339	150,259
合并营收	**113,800**	**122,095**	**137,533**	**184,206**	**209,060**
智能手机营收增长					
中国	12%	-15%	-4%	23%	9%
海外	86%	28%	23%	39%	15%
合并增长	**41%**	**7%**	**13%**	**34%**	**13%**
智能手机营收占比					
中国	48%	38%	32%	29%	28%
海外	52%	62%	68%	71%	72%
主营业务收入（人民币百万）					
智能手机	**113,800**	**122,095**	**137,533**	**184,206**	**209,060**
IoT和生活消费产品	43,817	62,088	66,304	90,723	117,357
互联网服务	15,956	19,842	25,487	30,457	36,676
其他	1,343	1,814	2,444	3,055	3,818
总营业收入	**174,915**	**205,839**	**231,768**	**308,440**	**366,910**
营收增速					
智能手机	41%	7%	13%	34%	13%
IoT和生活消费产品	87%	42%	7%	37%	29%
互联网服务	61%	24%	28%	19%	20%
总营业收入	**53%**	**18%**	**13%**	**33%**	**19%**
营收占比					
智能手机	65%	59%	59%	60%	57%
IoT和生活消费产品	25%	30%	29%	29%	32%
互联网服务	9%	10%	11%	10%	10%

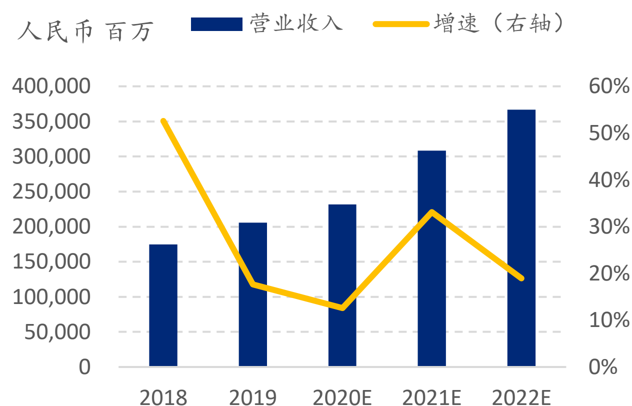
E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

根据我们的预测，在 2021 年和 2022 年，小米的收入将同比增长 33%和 19%。三大业务板块，智能手机、IoT 和互联网都将在 2021 年和 2022 年保持双位数的增长，其中：

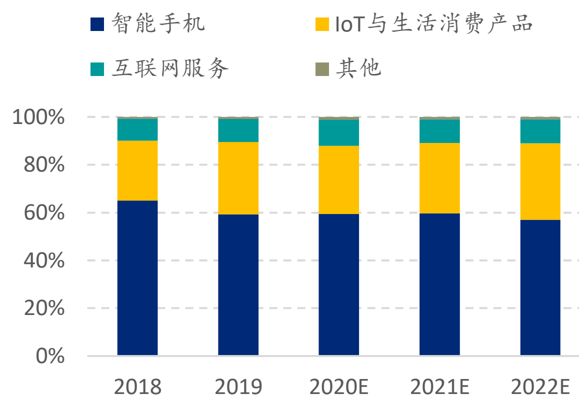
- 智能手机增长动力来自于海外扩张带来的出货量的增加以及高端智能手机占比提升带来的平均单价的提升；
- IoT 的收入增长主要来自于小米品类拓展，尤其白电业务带来的较高增速；
- 互联网收入主要受惠于中国互联网用户 ARPU 值增加与小米海外业务例如印度地区的拓展。

图表 98: 小米收入和同比增速



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 99:小米收入比例按照业务拆分



E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

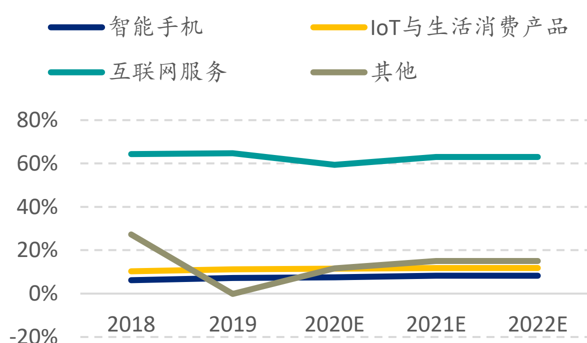
小米的毛利率会在 2019 年的基础上，从 2020 年开始逐年改善。

- 智能手机和 IoT 毛利率改善主要来自于出货量增加过程中规模效应带来成本的下降；
- 互联网业务毛利率在 2020 会有所下滑，主要是受到今年疫情影响，毛利率相对较低的游戏收入占比提升所致。预计在 2021-2022 年将恢复至 63%的水平。

我们预计小米三项费用在今年会有稍稍提升到 11.0%，主要原因是疫情导致的收入增速下降以及疫情相关费用增加。在 2021-2022 年，我们认为随着小米经营杠杆的增加，三项费用费率会下降到 9.3%-9.4%。

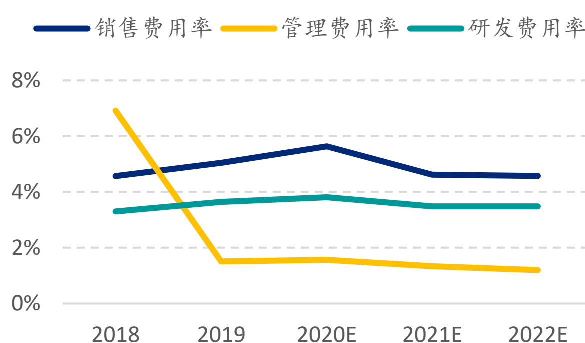
我们预测小米在 2021 年和 2022 年的净利润将同比增长 52%和 24%。

图表 100：小米毛利率按照业务拆分比较



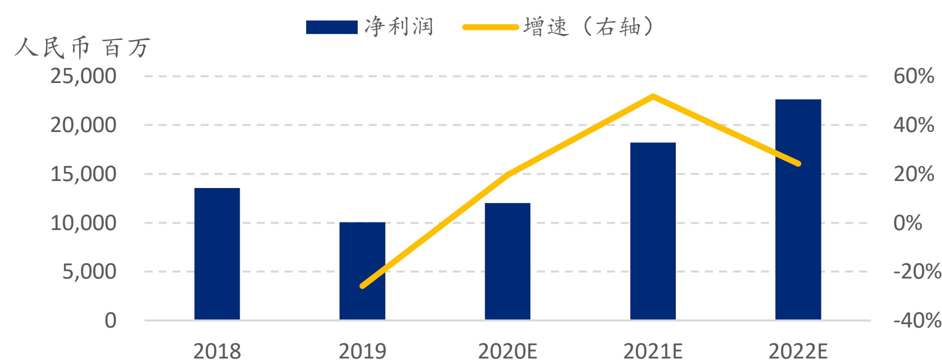
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 101:小米三项费用比例



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 102：小米净利润及同比增速



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

浦银预测 vs 市场普遍预测

我们预测小米在 2021 年和 2022 年的净利润将同比增长 52%和 24%，比彭博普遍预期分别要高 25%和 24%。这里我们假设 2021 年和 2022 年小米营业外收入中投资公司公允价值的变动和 2020 年大体保持一致。目前小米投资的公司超过 300 家，除了小米 IoT 产品中的生态链企业之外，小米还积极投资上游产业链，包括 5G、物联网、人工智能、集成电路、先进制造等领域。这些投资为小米的利润表中营业外收入的投资收入提供源源不断的储备。因此，我们比市场更加看好小米来自于投资对整体利润的提升。

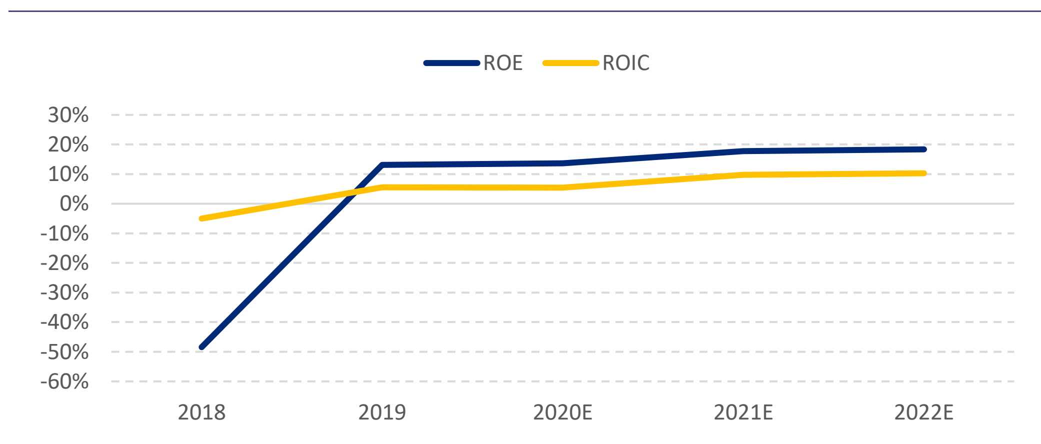
图表 103： 小米盈利预测：浦银预测 vs 彭博普遍预测

人民币百万	浦银预测	普遍预测	差异	浦银预测	普遍预测	差异	浦银预测	普遍预测	差异
收入	231,768	241,117	(3.9%)	308,440	309,000	(0.2%)	366,910	370,762	(1.0%)
毛利润	33,470	34,997	(4.4%)	45,603	45,403	0.4%	54,779	54,684	0.2%
经营利润	7,938	12,222	(35.0%)	16,478	16,973	(2.9%)	20,794	21,427	(3.0%)
净利润	12,008	11,516	4.3%	18,221	14,609	24.7%	22,622	18,316	23.5%
基本EPS（元）	0.506	0.473	7.0%	0.767	0.589	30.3%	0.953	0.752	26.7%
利润率			*百分点*			*百分点*			*百分点*
毛利润	14.4%	14.5%	*-0.1*	14.8%	14.7%	0.1%	14.9%	14.7%	*0.2*
费用率	(11.0%)	(9.4%)	*-1.6*	(9.4%)	(9.2%)	0.2%	(9.3%)	(9.0%)	*-0.3*
经营利润率	3.4%	5.1%	*-1.6*	5.3%	5.5%	(0.2%)	5.7%	5.8%	*-0.1*
净利率	5.2%	4.8%	*0.4*	5.9%	4.7%	1.2%	6.2%	4.9%	*1.2*

资料来源：彭博一致预期、浦银国际预测

随着小米营业规模的不断扩大，小米的 ROE（净资产收益率）和 ROIC（投入资本回报率）在未来两年逐步改善。我们算得小米的 ROE 将会 2020 年的 13.7%提升到 2021 年的 17.7%和 2022 年的 18.4%。ROIC 会从 2020 年的 5.4%提升到 2021 年的 9.7%以及 2022 年的 10.3%。这会对小米的估值做出很好的支撑。

图表 104：小米 ROE 和 ROIC 预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

风险提示

1. 疫情的持续爆发对于智能需求的影响持续时间比预期更长，导致智能手机需求恢复速度慢于预期；

2. 小米三大板块的海外业务受到中美冲突加剧影响，海外拓展受阻，增长速度低于预期；

3. 剧烈竞争引起的硬件业务毛利率下降，利润增长速度显著慢于营收增长。

估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法，对小米进行估值。我们假设小米 2025 年-2030 年的成长率为 10%-12%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 11.3%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到小米 35 港币的目标价，潜在上升空间 49%，首予“买入”评级。

图表 105：小米 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.15	债务成本	6.0%
无风险利率	1.8%	债务股本比	21.7%
股权风险溢价	8.9%	所得税率	13.3%
国家风险溢价	1.0%		
股本成本	13.0%	**WACC**	**11.3%**

资料来源：浦银国际预测

图表 106：小米自由现金流预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	231,768	308,440	366,910	417,032	469,243	527,429	585,446	646,333	712,259	783,485	861,833	
营收增速	*13%*	*33%*	*19%*	*14%*	*13%*	*12%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	
经营利润	7,938	16,478	20,794	24,230	27,895	29,009	32,785	36,841	41,311	46,226	51,710	
经营利润率	3.4%	5.3%	5.7%	5.8%	5.9%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	
加：折旧及摊销	1,629	1,995	2,527	3,139	3,793	4,263	4,732	5,224	5,757	6,333	6,966	
EBITDA	9,567	18,474	23,320	27,369	31,688	33,272	37,517	42,065	47,068	52,558	58,676	
EBITDA率	*4.1%*	*6.0%*	*6.4%*	*6.6%*	*6.8%*	*6.3%*	*6.4%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.7%*	*6.8%*	
减：所得税	-1,459	-2,831	-3,510	-4,006	-4,534	-5,096	-5,657	-6,245	-6,882	-7,570	-8,327	
资本支出	-3,834	-5,102	-6,070	-6,899	-7,763	-8,648	-9,512	-10,406	-11,364	-12,387	-13,501	
资本支出占营收比	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*	
净营运资本变动	2,316	7,212	5,512	4,727	4,904	5,512	6,118	6,754	7,443	8,187	9,006	
自由现金流	6,590	17,752	19,252	21,191	24,295	25,040	28,466	32,168	36,265	40,789	45,853	
永续增长率												*3.0%*
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	终值
	6,590	15,947	15,536	15,361	15,821	14,648	14,959	15,185	15,379	15,538	15,691	567,685

资料来源：浦银国际预测

图表 107：小米 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值（人民币百万）	企业价值（百万）	净现金（百万）	权益价值（百万）	股数（百万）	每股价值（人民币元）	每股价值（港元）
11.32%	712,648	712,648	31,358	744,006	23,746	31.3	35.0

资料来源：浦银国际预测

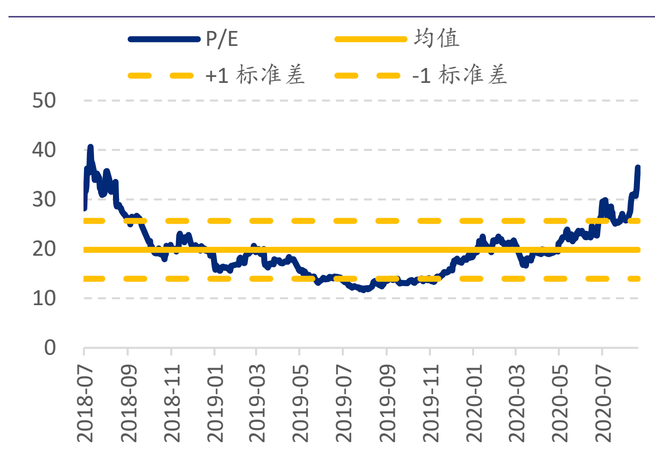
我们预测小米 2021 年和 2022 年的 EPS（每股净利润）为 0.77 人民币和 0.95 人民币。按照我们 DCF 估值模型得到的 35 港元的目标价，对应 40.8x 的 2021 年市盈率和 32.9x 的 2022 年市盈率。

我们认为小米估值合理：

- 小米 2021 年的目标估值（40.8x）与当前 A 股的手机供应链公司立讯精密（38.7x）、歌尔股份（43.0x）的 2021 年估值接近，明显低于中美科技互联网公司美团（80.4x）和亚马逊（55.5x）的估值。
- 小米 2022 年的目标估值（32.9x）与当前手机品牌苹果（29.7x）、传音控股（28.3x）以及 A 股手机供应链公司立讯精密（30.8x）、歌尔股份（34.2x）的 2022 年估值接近，明显低于美团（48.6x）和亚马逊（42.4x）。

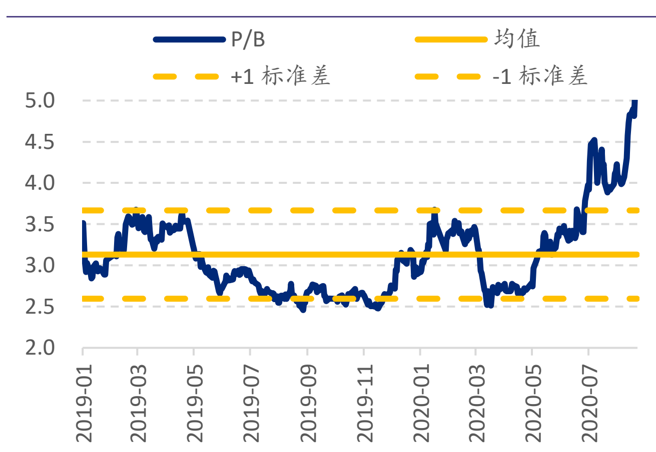
我们认为小米的估值在未来有望继续提升，主要原因为：1）小米是少数上市的有较好海外布局的科技公司，2）小米是少数上市的可以受惠于 5G 周期的手机品牌公司，3）小米依然保持较高的利润增速。

图表 108：小米历史市盈率：历史均值 19.8



资料来源：Wind、浦银国际

图表 109：小米历史市净率：历史均值 3.1



资料来源：Wind、浦银国际

在过去两周的时间小米的股价从 8 月 17 日的 16.2 港元迅速上涨到 8 月 28 日的 22.5 港元，涨幅约 39%，主要反映市场对小米估值的修复。

我们认为以下四个因素还没有包含在小米目前的股价中：

- **中美贸易摩擦并没有见到明显缓和趋势；**
- **小米的估值依然低于诸多龙头企业，包括港股的阿里、腾讯、美团等互联网企业，美股的苹果公司、A 股的众多智能手机供应链如立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、信维通信等，因此估值还有上升空间；**
- **小米的今年的业绩在二季度的基础逐季增长；**
- **更多恒生科技指数 ETF 在成立中，有被动资金会进入小米。**

图表 110：小米股价



资料来源：Wind、浦银国际

图表 111：小米可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动年初至今（%）	EPS同比增长			P/E（市盈率）			P/B（市净率）		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
手机品牌													
1810 HK Equity	小米	73,101	23.5	118.0	20%	52%	24%	41.2	27.1	21.9	5.4	4.7	4.0
005930 KS Equity	三星	271,727	54,000	-3.2	16%	39%	12%	14.7	10.6	9.5	1.3	1.2	1.1
AAPL US Equity	苹果	2,134,525	499.2	70.0	1%	17%	10%	38.7	33.1	29.7	34.6	51.0	105.2
688036 CH Equity	传音控股	13,052	111.7	144.9	20%	26%	16%	41.4	32.9	28.3	8.9	7.4	6.1
平均								34.0	25.9	22.3	12.6	16.1	29.1
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3
2317 TT Equity	鸿海	36,255	76.9	-15.3	-11%	23%	11%	10.4	8.5	7.6	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	56,088	55.0	95.9	50%	40%	26%	54.2	38.7	30.8	13.5	10.2	7.8
平均								30.8	24.2	20.1	5.8	4.7	3.7
电子零部件													
2382 HK Equity	舜宇	16,262	114.9	-14.8	9%	30%	22%	25.4	19.6	16.1	6.9	5.3	4.2
1478 HK Equity	丘钛	1,472	9.7	-24.6	33%	23%	18%	13.6	11.0	9.3	2.9	2.4	2.0
002456 CH Equity	欧菲光	7,441	18.9	21.2	166%	36%	34%	37.5	27.6	20.6	4.7	4.0	3.3
002241 CH Equity	歌尔声学	19,470	41.1	106.3	78%	35%	26%	57.9	43.0	34.2	7.3	6.3	5.4
300207 CH Equity	欣旺达	5,494	24.0	22.8	1%	65%	33%	48.3	29.3	22.0	5.7	4.9	4.1
300433 CH Equity	蓝思科技	22,097	34.5	149.8	57%	25%	25%	35.4	28.3	22.7	5.5	4.7	4.0
300136 CH Equity	信维通信	8,720	62.0	36.7	37%	37%	22%	43.0	31.3	25.6	9.8	7.5	5.9
平均								37.3	27.2	21.5	6.1	5.0	4.1
互联网													
9988 HK Equity	阿里	789,836	282.8	36.5	NA	27%	25%	40.4	31.9	25.5	7.3	5.9	5.1
700 HK Equity	腾讯	655,909	530.5	41.2	29%	24%	22%	36.9	29.7	24.4	8.0	6.4	5.1
3690 HK Equity	美团	193,879	255.6	150.8	87%	285%	65%	309.4	80.4	48.6	13.6	11.9	9.7
9618 HK Equity	京东	125,434	310.6	NA	NA	42%	31%	42.4	29.8	22.8	6.5	5.6	4.7
PDD US Equity	拼多多	121,651	89.2	135.9	-20%	-163%	244%	NA	200.2	58.2	36.7	31.8	22.0
AMZN US Equity	亚马逊	1,703,926	3,402	84.1	107%	26%	31%	69.9	55.5	42.4	18.1	13.4	10.0
平均								99.8	71.3	37.0	15.0	12.5	9.4

注：小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测，其余公司为 Bloomberg 一致预测，数据截至 2020 年 8 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 小米股价上行风险分析

我们认为小米股价的上行风险来自于两个方面：1）基本面的上行空间，2）估值的上行空间。

1. 基本面的上行风险

2020 年 8 月 17 日，美商务部再次升级对中国智能手机品牌公司华为的出口限制。我们在前文提到过，虽然，今年下半年华为手机的新品发布和出货受到影响较小，但是，此情况持续下去会影响到华为的智能手机的出货量。我们也分析了在华为遭受极端制裁的情况下，以华为 2019 年全球 2 亿部智能手机的空间来计算，中国品牌有能力拿下其中 70%的份额。

在这种极端假设下，我们认为小米有能力取得华为 35%-50%的空间，即 7000 万部到 1 亿部的空间。结合小米 2019 年 1.25 亿部的出货量，小米在此假设下可以做到 2 亿-2.3 亿部的智能手机出货量，增量空间为 56%到 80%之间。小米主要可以在中国的线上渠道、国内一线城市零售渠道以及海外市场取得华为留下的空间。也就是说，如果华为面对无法应对的中美关系摩擦，那么小米将最有机会接棒华为，从出货量的角度挑战全球第一第二即三星和苹果的龙头地位。

当然，我们的基本假设是在 2021 年华为保持 1.6 亿部的智能手机出货，而小米完成西欧市场的初步切入。在 2022 年，中美关系没有显著变化的情况下，小米智能手机将持续增长，超越华为，成为全球第三。因此，即使不遇到华为事件性风险，小米也将在两年内挤入全球第三的位置。小米依然是最闪耀的星。

2. 估值的上行风险

- **流动性泛滥利好权益类资产**

我们浦银策略分析师报告《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》中提到，美联储新的货币框架下，即使经济反弹，就业、通胀等数据大幅回暖，美联储也将可能维持宽松立场，此时全球股市有可能出现超涨风险。

- **小米被纳入恒生指数以及恒生科技指数**

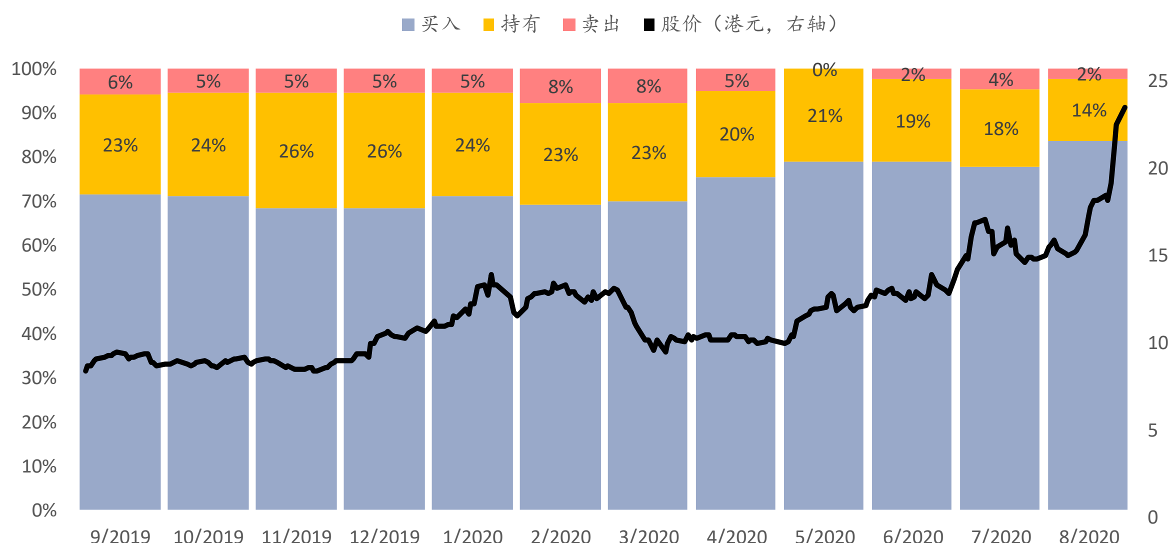
2020 年 8 月，小米被分别纳入香港恒生指数和恒生科技指数。被动型 ETF 基金的买入为小米的股价做出支撑。随着市场上更多恒生科技指数 ETF 的增加，小米相较于阿里和腾讯，会受惠更多。

- **小米作为中国智能手机品牌具有稀缺性**

在中国四大手机品牌中，小米是唯一一家上市的，也是海外发展势头最好的公司。我们认为小米作为个人计算中心的最优标的，有最全面的布局下一代计算中心的能力。小米的估值有进一步提升的风险。

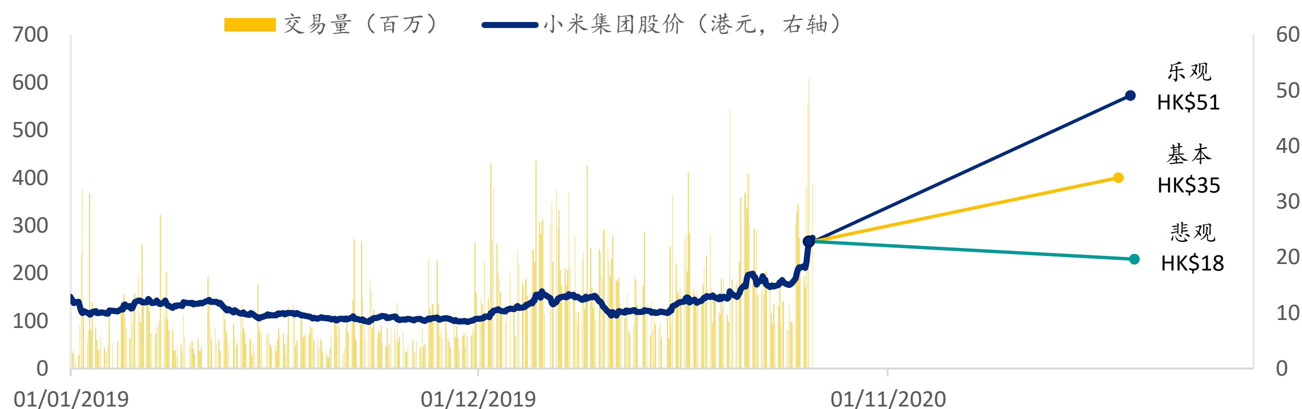
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 112：小米市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 113：小米 SPDBI 情景假设



乐观情景

目标价：51 港元，对应 50x 2021 年 EPS

- 小米海外拓展速度快于预期，拉动智能手机出货增长迅猛
- 高阶智能手机拓展比较顺利，提升小米智能手机平均单价
- IoT 产品，尤其是白电业务，增长速度比较快
- 互联网业务增长超预期

悲观情景

目标价：18 港元，对应 28x 2021 年 EPS

- 国内外疫情反复拖累智能手机需求，并且全球智能手机需求恢复较慢
- 国内竞争加剧，智能手机毛利率下滑，从而导致利润增速下滑
- 互联网业务增速下滑

资料来源：浦银国际预测

公司背景

小米公司正式成立于2010年4月，是一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司。2019年小米营收首次突破2000亿元。截止2019年，小米的业务遍及全球90多个国家和地区。

目前，按市场份额计，小米是全球第四大智能手机制造商，在40余个国家和地区的手机市场进入了前五名，特别是在印度，连续11个季度保持手机出货量第一。通过独特的“生态链模式”，小米投资、带动了更多志同道合的创业者，同时建成了连接超过1.3亿台智能设备的IoT平台。

2018年7月9日，小米成功在香港主板上市，成为了港交所首个同股不同权上市公司，创造了香港史上最大规模科技股IPO，以及当时历史上全球第三大科技股IPO。

雷军为公司最大股东。

图表 114：小米部分高管团队

姓名	职位	履历
雷军	创始人、董事长兼 CEO	雷军1992年参与创办金山软件，1998年出任金山软件CEO； 2010年4月6日，建立了小米公司。
林斌	联合创始人、副董事长、手机部总裁	2010年加入小米，目前负责手机研发和生产工作; 曾任微软亚洲工程院工程总监、谷歌全球工程总监。
王翔	总裁	2015年加入小米，目前负责集团职能平台，并协助CEO负责集团运营; 曾任职美国高通公司高级副总裁兼大中华区总裁。
洪锋	联合创始人、高级副总裁、小米金融董事长	2010年加入小米，目前担任小米金融董事长兼CEO，专注小米金融业务的发展推进; 曾在谷歌和Siebel担任了一系列产品和工程主管工作。
王川	联合创始人、高级副总裁、首席战略官	2012年加入小米，目前担任大电视事业部总裁，负责除电视之外的空调、冰箱、洗衣机等大家电品类的业务开展和团队管理; 1996年创立了雷石科技，并将其发展为中国最大的影音娱乐设备公司; 2010年，王川于北京创立多看科技，并担任CEO一职。
刘德	联合创始人、高级副总裁、集团组织部部长	2010年加入小米，目前负责公司中高层管理干部的聘用、升迁、培训和考核激励等，以及各个部门的组织结构设计和编制审批。
周受资	高级副总裁、国际部总裁	2015年加入小米，目前负责国际部的销售管理工作; 2010年加入DST，在DST的5年时间，主导投资了包括小米、京东、阿里巴巴、滴滴打车等中国知名公司；在DST之前，他任职于高盛。

资料来源：公司官网、浦银国际

财务报表

图表 115：损益表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**174,915**	**205,839**	**231,768**	**308,440**	**366,910**
销货成本	(152,723)	(177,285)	(198,298)	(262,837)	(312,132)
毛利润	**22,192**	**28,554**	**33,470**	**45,603**	**54,779**
经营支出	**(25,869)**	**(20,975)**	**(25,532)**	**(29,125)**	**(33,985)**
销售费用	(7,993)	(10,378)	(13,061)	(14,253)	(16,785)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,637)	(4,114)	(4,405)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(8,833)	(10,758)	(12,795)
经营利润	**(3,677)**	**7,580**	**7,938**	**16,478**	**20,794**
非经营收入	**17,604**	**4,583**	**5,510**	**4,556**	**5,319**
财务费用	216	402	(213)	(213)	(213)
投资收益	3,815	3,141	5,022	4,068	4,832
其他	13,572	1,040	701	701	701
税前利润	**13,927**	**12,163**	**13,448**	**21,034**	**26,113**
税务费用	(449)	(2,060)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
税后利润含少数股东权益	**13,478**	**10,103**	**11,989**	**18,202**	**22,603**
少数股东权益	(76)	59	(19)	(19)	(19)
净利润	**13,554**	**10,044**	**12,008**	**18,221**	**22,622**
基本股数（百万）	16,070	23,746	23,746	23,746	23,746
摊销股数（百万）	23,563	24,509	24,509	24,509	24,509
基本EPS（元）	**0.84**	**0.42**	**0.51**	**0.77**	**0.95**
摊销EPS（元）	**0.04**	**0.41**	**0.49**	**0.74**	**0.92**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 116: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	39,261	50,355	68,331
受限制资金	2,846	23,061	23,061	23,061	23,061
短期投资	16,942	29,187	32,864	43,735	52,026
应收账款和应收票据	5,598	6,949	7,824	10,412	12,386
存货	29,481	32,585	36,448	48,310	57,371
其他流动负债	20,915	19,837	22,336	29,725	35,360
流动资产合计	**106,013**	**137,539**	**161,794**	**205,599**	**248,535**
物业、厂房及设备	5,068	6,992	9,591	12,999	16,773
无形资产	2,061	1,672	1,278	977	747
长期投资收益	27,275	29,980	32,978	36,276	39,903
其他非流动资产	4,811	7,446	7,446	7,446	7,446
总资产	**145,228**	**183,629**	**213,087**	**263,297**	**313,404**
短期借贷	3,075	12,837	16,654	19,591	24,895
应付账款和应付票据	46,287	59,528	66,584	88,254	104,806
其他流动负债	12,578	19,816	22,312	29,694	35,323
流动负债合计	**61,940**	**92,181**	**105,550**	**137,539**	**165,024**
长期借款	7,856	4,787	8,867	8,867	8,867
其他非流动负债	4,182	5,004	5,004	5,004	5,004
总负债	**73,978**	**101,972**	**119,421**	**151,410**	**178,895**
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	93,338	111,560	134,181
少数股东权益	(73)	327	327	327	327
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益总额	**71,250**	**81,658**	**93,666**	**111,887**	**134,509**
总负债和股东权益	**145,228**	**183,629**	**213,087**	**263,297**	**313,404**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 117: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**(1,415)**	**23,810**	**15,953**	**27,429**	**30,660**
税前利润	13,927	12,163	13,448	21,034	26,113
折旧	220	895	1,235	1,694	2,296
摊销	529	486	394	301	230
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(194)	(194)	(194)
营运资金变动	**(13,396)**	**9,553**	**2,316**	**7,212**	**5,512**
应收账款减少（增加）	(91)	(1,277)	(875)	(2,588)	(1,974)
库存减少（增加）	(16,115)	(6,964)	(3,862)	(11,862)	(9,061)
应付账款增加（减少）	12,627	13,535	7,056	21,671	16,552
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	(3)	(8)	(6)
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
利息收入（支出）	(216)	(402)	213	213	213
投资活动现金流	**(7,508)**	**(31,570)**	**(10,509)**	**(19,272)**	**(17,988)**
资本支出	(3,785)	(3,405)	(3,834)	(5,102)	(6,070)
取得或购买长期投资	(2,828)	(4,187)	(2,998)	(3,298)	(3,628)
银行存款增加	(1,157)	(20,203)	-	-	-
短期投资	(1,801)	(9,776)	(3,677)	(10,872)	(8,291)
其他	2,064	6,002	-	-	-
融资活动现金流	**26,574**	**3,121**	**7,897**	**2,937**	**5,304**
借款	(236)	6,619	3,817	2,937	5,304
发行股份	23,249	-	-	-	-
发行债券	-	-	4,080	-	-
其他	3,562	(3,498)	-	-	-
外汇损益	1,015	328	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**18,667**	**(4,310)**	**13,342**	**11,094**	**17,976**
期初现金及现金等价物	**11,563**	**30,230**	**25,920**	**39,261**	**50,355**
期末现金及现金等价物	**30,230**	**25,920**	**39,261**	**50,355**	**68,331**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

传音控股(688036.CH)首次覆盖：想象不到的非洲王者

我们首次覆盖传音控股（688036.CH），首予“买入”评级，12个月目标价为158人民币，潜在升幅41%。

- **非洲手机市场的霸主：**2019年，传音在非洲手机市场的市占率为52.5%，是非洲手机市场的主导者。可以说，是传音为非洲大陆带去了便宜而且好用的手机。而且非洲市场依然有较高的成长潜力。传音未来在非洲的成长主要来自于：1）立足传音自身的强势区域向非洲北部和南部地区渗透；2）享受非洲市场从功能机向智能机切换带来的手机7-8倍的单价提升；3）同小米类似，传音也以手机为中心，开始为非洲的消费者提供数码电子、家电等产品。目前，这些手机周边产品体量虽小，但是增速较高，为长期的成长提供动力。

- **走出非洲：**非洲仅仅只是传音的起点，是传音的大后方。传音正在积极拓展非洲以外的市场。传音将自己最擅长的打法从非洲复制到其他新兴国家地区，比如印度、巴基斯坦、孟加拉国，都已经取得不错的成绩。未来持续的扩张也是传音高速增长的动力之一。

- **成长性很高的现金牛：** 我们估算传音2021年和2022的净利润增长率为26%和16%，远高于智能手机市场增长。同时，传音的财务状况非常健康。2019年，传音在非洲市场的毛利率高达31%，并且连续多年保持不断增长的净现金流入。在2019年传音的净资产回报率（ROE）为29%，投入资本回报率（ROIC）为31%。

- **估值：** 我们采DCF方法，对传音控股进行估值。我们的12个月目标价为158人民币，对应46.5x的2021年市盈率和40.0x的2022年市盈率，高于A股的消费电子公司平均估值。我们认为传音可以享受溢价的原因为：1）科创板较A股等其他版块有估值溢价，2）传音的基本盘在非洲竞争压力相对小，其独特性也值得更高的估值，3）传音的高毛利率、健康的现金流和高资本回报率也是A股消费电子公司中的佼佼者。

- **投资风险：** 疫情对非洲的地区的影响比预期的还要严重，因此严重影响今年非洲市场手机的出货量以及明年手机需求的恢复。非洲以外地区拓展拉低公司毛利率导致利润增长显著小于收入增长。汇率波动影响收入增速和汇兑损益。

图表 118：盈利预测和财务指标（2018-2022E）

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	22,646	25,346	30,206	35,054	40,743
总收入同比增速	13%	12%	19%	16%	16%
净利润	657	1,793	2,157	2,719	3,159
净利润同比增速	-2%	173%	20%	26%	16%
目标 PE（X）		70.5	58.6	46.5	40.0
目标 PB（X）		15.3	12.8	10.6	8.9

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

评级　　买入

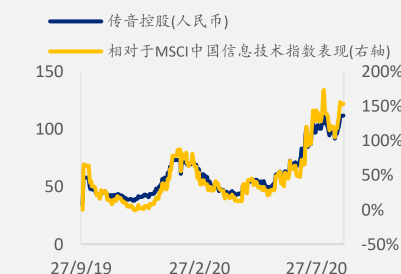
目标价（人民币）	158
潜在升幅/降幅	41%
目前股价（人民币）	111.7
52周内股价区间	37.3-123.8
总市值（百万人民币）	89,384
近90日日均成交额（百万人民币）	339

市场预期区间



资料来源：Wind、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**22,646**	**25,346**	**30,206**	**35,054**	**40,743**
销货成本	(17,109)	(18,412)	(22,227)	(25,518)	(29,690)
毛利润	**5,537**	**6,934**	**7,979**	**9,536**	**11,053**
经营支出	**(3,774)**	**(4,726)**	**(5,320)**	**(6,178)**	**(7,161)**
销售费用	(712)	(805)	(928)	(1,079)	(1,255)
管理费用	(2,254)	(2,859)	(3,262)	(3,780)	(4,398)
研发费用	(808)	(1,061)	(1,131)	(1,319)	(1,508)
经营利润	**1,763**	**2,208**	**2,659**	**3,357**	**3,892**
非经营收入	(898)	(26)	(111)	(121)	(137)
财务费用	(70)	(31)	(90)	(97)	(113)
投资收益	(476)	(297)	(29)	(23)	(23)
其他	(352)	302	8	-	-
税前利润	**865**	**2,182**	**2,548**	**3,237**	**3,755**
税务费用	(211)	(386)	(384)	(511)	(590)
税后利润含少数股东权益	**654**	**1,797**	**2,164**	**2,725**	**3,166**
少数股东权益	(4)	3	7	7	7
净利润	**657**	**1,793**	**2,157**	**2,719**	**3,159**
基本股数（百万）	-	800	800	800	800
摊销股数（百万）	-	800	800	800	800
基本EPS（元）	**-**	**2.24**	**2.70**	**3.40**	**3.95**
摊销EPS（元）	**-**	**2.24**	**2.70**	**3.40**	**3.95**

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金和受限制资金	3,772	7,717	9,181	10,717	12,541
应收账款和应收票据	468	784	935	1,085	1,261
存货	2,499	3,135	3,785	4,345	5,056
其他流动负债	1,800	3,826	4,560	5,292	6,151
流动资产合计	**8,539**	**15,463**	**18,460**	**21,439**	**25,008**
物业、厂房及设备	662	767	1,092	1,689	2,334
无形资产	629	615	575	538	504
其他非流动资产	523	898	898	898	898
总资产	**10,353**	**17,744**	**21,025**	**24,565**	**28,744**
短期借贷	21	-	-	-	-
应付账款和应付票据	4,067	6,779	8,184	9,396	10,932
其他流动负债	1,369	1,376	1,640	1,904	2,213
流动负债合计	**5,457**	**8,156**	**9,824**	**11,299**	**13,144**
其他负债	974	1,323	1,323	1,323	1,323
总负债	**6,431**	**9,479**	**11,147**	**12,623**	**14,468**
股本	720	800	800	800	800
储备	2,384	5,083	6,696	8,760	11,095
未分配利润	738	2,271	2,271	2,271	2,271
少数股东权益	6	11	11	11	11
其他综合收益	75	100	100	100	100
股东权益总额	**3,922**	**8,265**	**9,878**	**11,942**	**14,276**
负债和股东权益总计	**10,353**	**17,744**	**21,025**	**24,565**	**28,744**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,073**	**4,041**	**2,422**	**2,918**	**3,493**
税前利润	865	2,182	2,548	3,237	3,755
折旧	51	78	91	129	200
摊销	35	41	40	37	35
其他营业活动现金流	1,250	2,621	83	91	106
营运资金变动	**418**	**(259)**	**135**	**33**	**100**
应收账款减少（增加）	(50)	(316)	(150)	(150)	(176)
库存减少（增加）	(82)	(636)	(650)	(561)	(710)
应付账款增加（减少）	227	2,712	1,404	1,212	1,536
其他经营资金变动	323	(2,019)	(470)	(469)	(550)
税务费用	(464)	(612)	(384)	(511)	(590)
利息收入（支出）	(81)	(10)	(90)	(97)	(113)
投资活动现金流	**(739)**	**(2,873)**	**(415)**	**(727)**	**(845)**
资本支出	(727)	(415)	(415)	(727)	(845)
取得或购买长期投资	-	75	-	-	-
其他投资活动现金流	(12)	(2,533)	-	-	-
融资活动现金流	**(275)**	**2,568**	**(544)**	**(654)**	**(825)**
借款	(216)	73	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(24)	(219)	(544)	(654)	(825)
其他融资活动现金流	(35)	2,713	-	-	-
外汇损益	(7)	30	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**1,053**	**3,766**	**1,463**	**1,537**	**1,824**
期初现金及现金等价物	**2,437**	**3,490**	**7,255**	**8,719**	**10,255**
期末现金及现金等价物	**3,490**	**7,255**	**8,719**	**10,255**	**12,079**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速					
营业收入增速	13%	12%	19%	16%	16%
毛利润增速	32%	25%	15%	20%	16%
营业利润增速	74%	25%	20%	26%	16%
净利润增速	-2%	173%	20%	26%	16%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	18%	29%	24%	25%	24%
总资产报酬率	7%	13%	11%	12%	12%
投入资本回报率	50%	31%	31%	32%	31%
利润率					
毛利率	24%	27%	26%	27%	27%
营业利润率	8%	9%	9%	10%	10%
净利润率	3%	7%	7%	8%	8%
营运能力					
现金循环周期	(25)	(43)	(56)	(57)	(57)
应收账款周转天数	7	9	10	11	11
存货周期天数	52	56	57	58	58
应付账款周转天数	84	108	123	126	125
净债务（净现金）	(3,751)	(7,717)	(9,181)	(10,717)	(12,541)
自由现金流	1,075	1,116	2,125	2,319	2,792
目标 P/E（x）		70.5	58.6	46.5	40.0
目标 P/B（x）		15.3	12.8	10.6	8.9

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

关于传音，写在开头

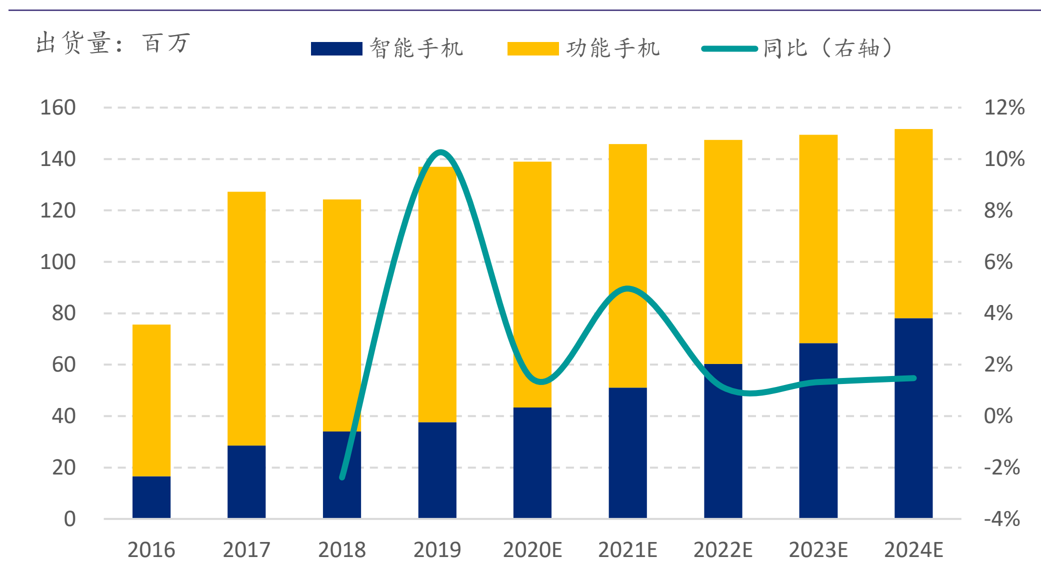
过去十年，凭借智能手机换机和中国需求的双重崛起，铸就了让消费者熟知的中国四大智能手机品牌（华为、OPPO、vivo 和小米）。然而，在这十年中，有这么一家公司悄然出海来到非洲市场，在三星和诺基亚的主导的市场下撕开一个缺口，并且逐步超越他们做到了非洲市场份额第一。这家公司就是传音，在业内被称为“非洲之王”。

传音在非洲市场从零开始拓展，从品牌到渠道到技术到服务。传音针对非洲消费者进行技术改进，比如智能手机自拍的美黑功能。因此，传音在这十年间牢牢的站稳了非洲市场。

虽然从营收规模上来说，传音的体量比起智能手机前六大品牌还相对比较小，但是从手机包括智能手机和功能手机的出货量来说，传音在 2017 年就做到了全球第四，仅次于三星、苹果和华为。在 2019 年的时候，传音的全球市占率为 8.1%，排名第四；非洲市场占有率为 52.5%，排名第一，远高于排名第二的三星的 10.3%的份额。

未来传音的快速成长来自于非洲市场功能机向智能机转换带来的平均单价的提升以及走出非洲过程带来的量的提升。

图表 119：传音手机出货量按照功能手机与智能手机拆分



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

非洲之王

● 非洲手机市场概览

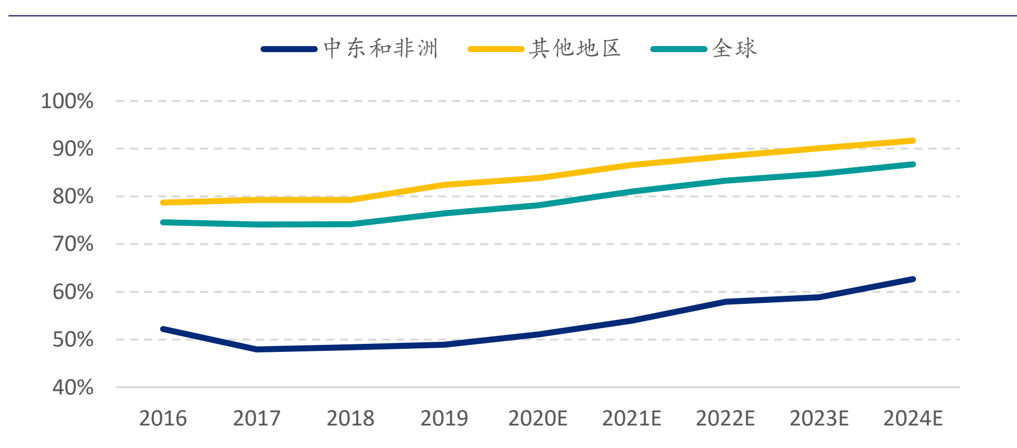
根据 IDC，2019 年，全球手机（包括智能手机和功能手机）出货量是 17.9 亿部。虽然智能手机对功能手机的取代，全球功能手机出货量也依然达到了 4.2 亿部，占全球手机总出货的 24%。

2019 年非洲的手机总出货量为 2.2 亿部，微幅同比上升 2%。其中，智能手机出货量约为 9000 万部，同比增长 3%。非洲地区功能机出货量依然有 1.3 亿部，也是同比增长 2%，占非洲手机出货的 59%，占全球功能手机出货量的 31%。这正因为背靠非洲功能机的市场，传音才跻身全球手机出货量前四的位置。

值得注意的是，非洲智能手机出货量占总手机出货的比例从 2014 年的 34%逐步攀升到了 2019 年的 41%，但是仍然显著低于全球平均水平。根据 IDC 的预测，撒哈拉以南的非洲地区的智能手机渗透率将从 2018 年的 39%增长到 2025 年的 67%。

因此，在 2018 年和 2019 年，非洲智能手机出货量的增长速度不仅仅远高于全球、中国和发达地区增速。而且，过去两年，非洲智能手机增速在发展中地区排名第二，仅次于印度，高于亚洲其他地区和拉丁美洲。我们预计未来功能机向智能机的切换需求会持续推动非洲智能手机出货量的增长。

图表 120：全球智能手机渗透率按照地区拆分

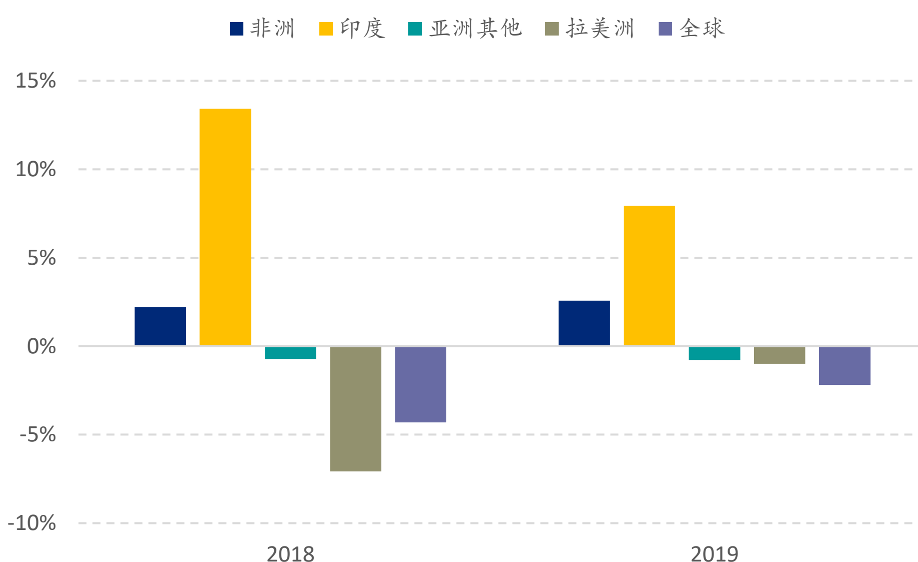


E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

浦銀國際

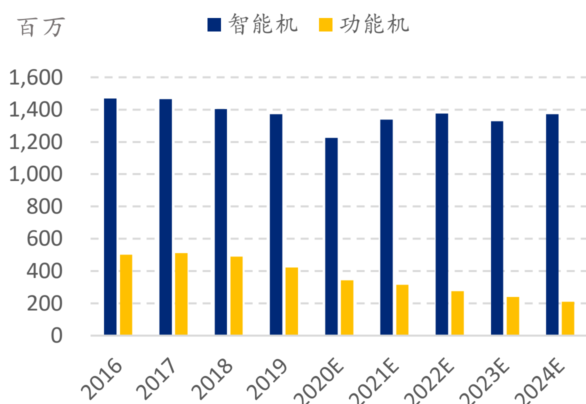
图表 121：全球发展中地区智能手机出货同比增速比较：非洲的成长仅次于印度地区



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

由于新冠疫情拖累 2020 年全球经济走弱，我们预计 2020 年 MEA（Middle East and Africa，中东和非洲地区）地区智能手机出货量也将随之下滑 11%到 1.39 亿部。随着非洲地区带来的功能机向智能手机转换的需求，我们预计到 2024 年，MEA 地区的智能手机出货量为 1.7 亿部，2020-2024 年的复合增长率为 5.0%，高于同期全球智能手机的复合增长率的 2.8%。

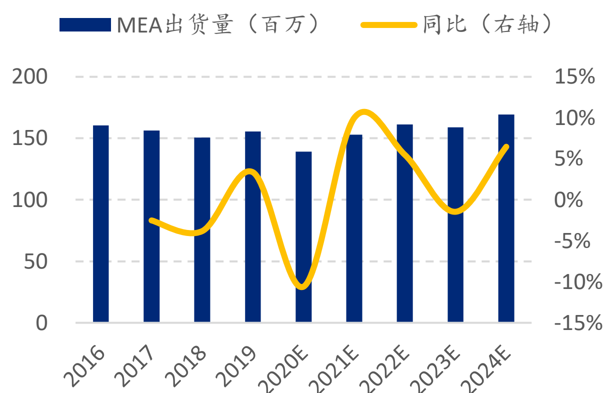
图表 122：全球手机出货量及预测按照智能手机和功能手机拆分



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 123：MEA 地区智能手机出货量及预测



E=浦银国际预测，注：MEA=中东及非洲

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

● 传音在非洲手机业务保持增长

回顾传音在非洲手机市场的成长史，我们认为传音建立了如下优势：

- 借助中国的供应链提供质量优秀的产品
- 针对非洲的用户群体投入研发、专门做软硬件的改善
- 绑定和渠道商的利益，打造针对不同群体的品牌
- 在非洲，挨个国家逐步拓展业务，即使是过去几年下滑的功能机行业也投入资源，构建护城河

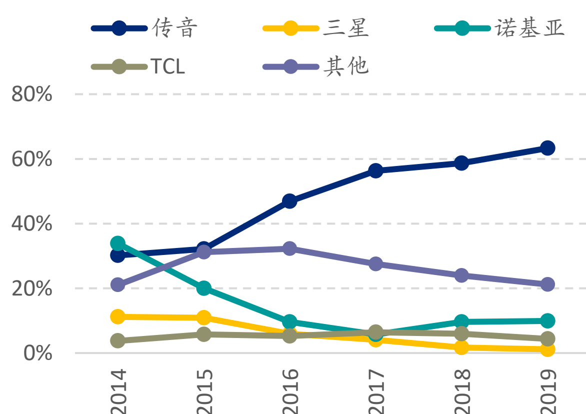
1. 传音在非洲的份额具有统治地位

我们将传音在 2019 年非洲 52.5%市场份额的手机出货量拆一拆可以发现传音在功能机的市场份额是 63.3%，在智能手机的市场份额是 36.9%。

就非洲的功能机市场来说，传音在 2019 年功能机 63.3%的市占率是从 2017 年 56.3%的高基础上增长来的，从而帮助传音逆势成长，在 2019 年把功能机出货量做到 1.3 亿部，同比成长 2%，即使是在非洲总体功能机出货量不断下降的不利局面中。我们也认可由于功能机市场规模的不断萎缩，未来传音的这块业务也会随之下降。但是鉴于手机品牌不断退出功能机市场，可以留给传音更多的份额提升空间，因而传音在功能机业务的下降是明显慢于行业降幅。

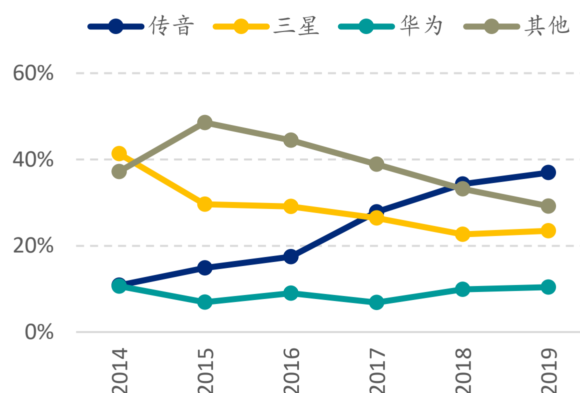
在非洲的智能手机市场，传音在 2017 年就超越三星成为当年智能手机出货量第一，取得 27.9%的份额，并且在 2018 年和 2019 年持续扩大与三星的差距，份额也分别增长到 34.3%和 36.9%。得益于传音针对非洲用户的优化，我们认为传音有望在未来继续拉开与三星出货量上的差距。

图表 124: 非洲功能机市场份额按照品牌拆分



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 125: 非洲智能手机市场份额按照品牌拆分



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

2. 传音构建了三大品牌抢占非洲市场

传音目前一共创立了三个品牌来抓住非洲不同的用户群体：

- TECNO 品牌是传音旗下的中高端品牌，定位于新兴市场正在兴起的中产阶级消费群体；
- itel 品牌是传音旗下的大众品牌，定位于新兴市场的广大基层消费者以及价值导向型用户；
- Infinix 品牌是传音旗下的时尚科技品牌，定位于新兴市场喜爱酷炫前沿的年轻人群体。

我们认为这三大品牌的分层有助于传音对非洲市场的不同群体的全覆盖。我们认为传音在品牌的构建能力甚至优于目前小米在中国的品牌构建。根据 African Business，2019 年，TECNO、itel、Infinix 在"最受非洲消费者喜爱的品牌"百强榜中分别位列第 5、17、26 名。TECNO 和 itel 也在入选的中国品牌中排名第一和第二。

图表 126：传音三大品牌畅销机型对比

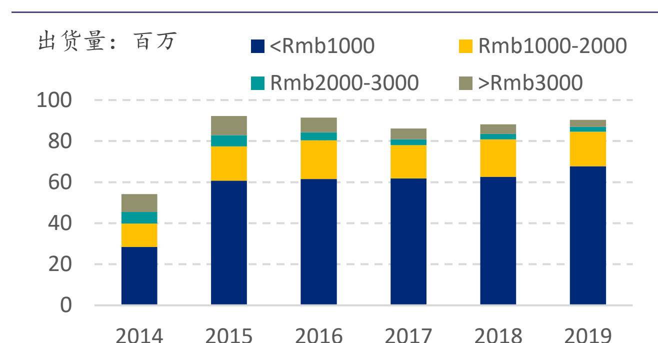
型号	Infinix Smart 4	Tecno Spark 4	i tel A55
发布日期	2019-10	2019-12	2019-7
起售价格 (尼日利亚奈拉)	44,500	34,700	22,500
折合人民币售价	790	620	400
储存	1GB+16GB	2GB+32GB	1GB+16GB
通信技术	4G	4G	3G
机型图			

资料来源：公开资料、浦银国际

通过 itel 品牌，传音做到的事情是让更多的非洲普通用户可以使用上智能手机。也可以认为是传音在做大非洲智能手机这块蛋糕中扮演了非常重要的作用。根据 IDC 的数据，2014 年-2019 年，非洲地区 1000 元人民币以上的智能手机出货量是保持稳定的，每年在 2500 万部上下浮动。但是，1000 元人民币以下的中低端价格段的智能手机出货量从 2014 年的约 2839 万部成长到 2019 年 6780 万部，复合增长率为 19%。传音在做大蛋糕的同时也享受了极高的成长。

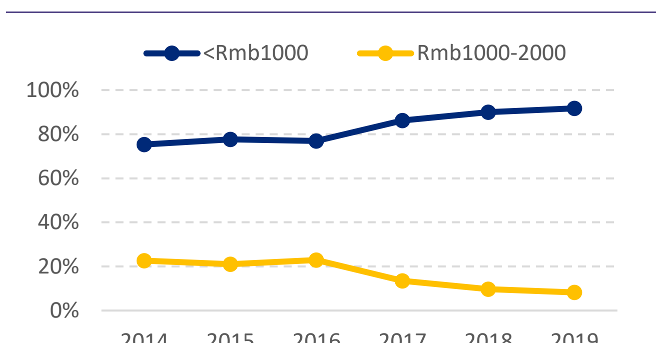
同时，我们认为 TECNO 品牌依然有向上，即更高价位段智能手机，成长的空间。在传音 2019 年非洲销售的智能手机中，只有 8%来自人民币 1000 元以上的价格段。作为对比，三星的这一比例是 41%。也就是说，在非洲约 1000 元人民币价格段以上的智能手机中，三星仍然占据相对较高的份额为 38%，而传音的比例是 12%。尽管非洲 1000 元以上价格段的智能手机只占总智能手机销量的 25%，但是传音正策略性地向更高端的价格段渗透。

图表 127: 非洲智能手机出货按价格段拆分：2014-2019



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 128: 传音非洲智能手机出货量比例按价格段拆分：2014-2019



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 129: 非洲尼日利亚：传音与三星畅销机型对比

品牌	传音	三星
型号	Infinix Smart 4	A10s
发布日期	2019-10	2019-8
起售价格 (尼日利亚奈拉)	44,500	52,000
折合人民币售价	790	1,040
储存	1GB+16GB	2GB+32GB
通信技术	4G	4G
机型图		

资料来源：公开资料、浦银国际

3. 传音依托非洲市场中的强势区域向南北拓展

通过这些年的业务拓展，传音在非洲东部和中部区域已经做得非常强大了。在这两个区域中，传音的智能手机市占率预估都超过了 50%。未来传音会继续巩固自己的强势区域，并且可以充分享受每年 10-15%的来自于人口和功能机切换的智能手机增长。

其次，传音也正在往非洲北部和南部区域渗透。借助传音在非洲建立的品牌、渠道关系和供应链体系，我们预计传音有的能力去抢夺较小手机品牌以及行业老大三星的份额。这也会进一步做强“非洲之王”的称号。

非洲大陆并不是一个统一的市场，跟中国这样统一的市场有非常大的不同。非洲每个国家都有自己特殊的情况。传音在非洲的市场是一个国家一个国家的攻克下来的。传音每进入一个国家都需要投入资源去建立品牌、搭建渠道并完善供应链体系。例如，传音在埃塞俄比亚就有自己的组装工厂以满足埃塞俄比亚当地的需求。如此多非洲国家中积累的下来的成功经验让我们对传音在非洲南北部地区拓展保持信心。正是传音专注于打好每一个国家的阵地战，才为传音赢得非洲这片大陆的王者称号。

我们在下表中整理了非洲部分国家的基本情况以及传音在当地的地位。可以看到，传音在坦桑尼亚、乌干达等国家的手机份额已经达到 80%以上，相比而言在北部的埃及和南部的南非传音的手机市占率还有很大的提升空间。

图表 130：2019 年非洲部分国家手机市场及传音市占率概览

非洲国家	手机出货（百万）	同比增长	智能机出货（百万）	智能机占比	传音份额
乌干达	5.1	2%	2.9	56%	81%
坦桑尼亚	5.9	1%	3.3	55%	81%
尼日利亚	22.5	-4%	10.2	45%	77%
加纳	5.3	2%	2.4	45%	71%
肯尼亚	8.0	15%	4.5	56%	53%
埃及	14.9	3%	10.7	72%	17%
南非	22.1	-2%	14.6	66%	7%

资料来源：公司资料、IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 131: 非洲主要国家移动互联网概览

国家	人口 (百万)	GDP (亿美元)	人均 GDP (美元)	营商环境	手机/互联网渗透率
尼日利亚	196	3973	2100	营商指数排名较低，但进步很大	预计到 2023 年，将有 1.8 亿网民。目前移动互联网普及率为 31.5%，预计 2025 年增长至 55%；据 GSMA 统计，近 9750 万人拥有手机，其中 5300 万人拥有智能手机，预计到 2025 年智能手机用户将翻倍，可覆盖 1.4 亿人
加纳	29	656	2200	营商环境略有下降，但外商投资热情依然高涨	移动手机账户约 4000 万，移动互联网普及率超过 45%
科特迪瓦	26	430	1700	外商投资信心强	目前移动互联网人数约占 24%，GSMA 预测，到 2020 年移动互联网用户数约占一半人口
塞内加尔	16	241	1500	营商环境改革效果显著，政府对创新创业高度支持	手机普及率接近 100%，其中有 48%的人拥有智能手机
埃及	98	2509	2500	营商环境改革力度大	手机普及率超过 100%，约半数手机用户使用移动互联网
南非	59	3683	6400	资本市场成熟，政策扶持创投行业	超过 80%的人拥有智能手机
埃塞俄比亚	109	844	770	营商环境不断改善但有待提高	手机持有人数超过 6400 万，智能手机渗透率为 15%
肯尼亚	51	879	1700	营商自由度高	91%的人拥有智能手机，其中 30%为智能手机；互联网普及率为 84%
乌干达	43	275	600	营商自由度高	1900 万人拥有手机，智能手机用户不到 700 万人
坦桑尼亚	56	580	1050	营商环境有所提升	4300 万人拥有手机，约有 2500 万网民，手机上网用户占其中 9 成以上
卢旺达	12	95	800	营商环境友好	手机普及率很高，有 970 万手机用户，其中有 610 万移动互联网用户

注释：GDP 为 2018 数据

资料来源：非程创新、世界银行、浦银国际

走出非洲

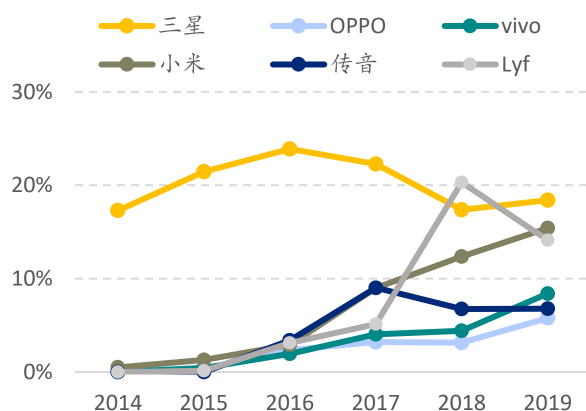
我们认为非洲只是传音的基本盘，而传音的市场空间远不止非洲。在 2019 年，传音出货的 1.46 亿部手机中，有 21%的出货量是来自于非洲以外的区域。非洲的王者也正在走出非洲，走向世界。

传音的扩张策略十分清晰——选择新兴国家作为非洲以外的战略目标国家。这是目前传音最擅长的领域，也可以把在非洲各个国家的成功经验复制到这些新兴市场。

传音走出非洲的第一站就是印度，在 2016 年进入印度市场，并在 2017 年成功出货 2240 万部功能手机，并以 13.7%的份额取得印度功能机销量的第二名。只是，2017 年开始印度运营商 Reliance Jio 开始推出免费或超低价的 4G 功能机/智能机来吸引用户使用 4G 流量套餐，因此在 2018 年，传音和三星在印度功能机的销量都显著下滑，而 Reliance Jio 旗下的 Lyf 的功能机份额则从 2017 年的 8.3%大涨至 2018 年的 36.1%。

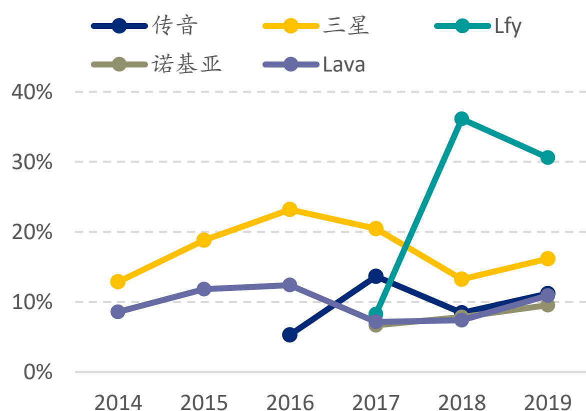
在 2019 年，传音在印度的运营企稳，手机总出货量达到 1920 万部，排名印度第五。由于中国品牌小米、OPPO、vivo 在印度的强势表现，传音会保持自己印度市场的平稳运营，但是不会投入过多资源和中国的这些品牌竞争。

图表 132: 印度手机出货量份额按品牌拆分：2014-2019



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 133: 印度功能手机出货量份额按照品牌拆分：2014-2019

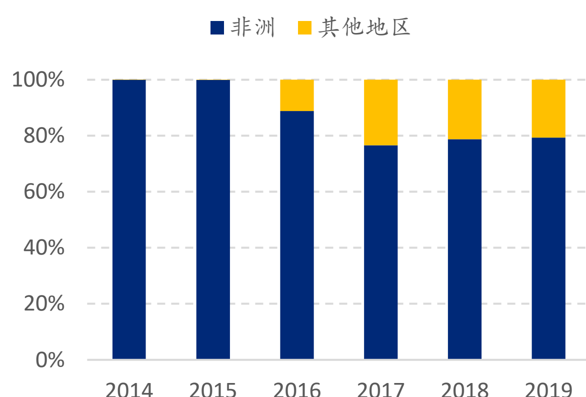


资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

除了印度以外，传音也成功进入了孟加拉国、巴基斯坦和越南，目前也都取得不错的进展。2019 年，传音在以上三个国家的手机出货量分别为 460 万部、160 万部和 140 万部。而传音也在孟加拉国做到了出货量第二的位置。

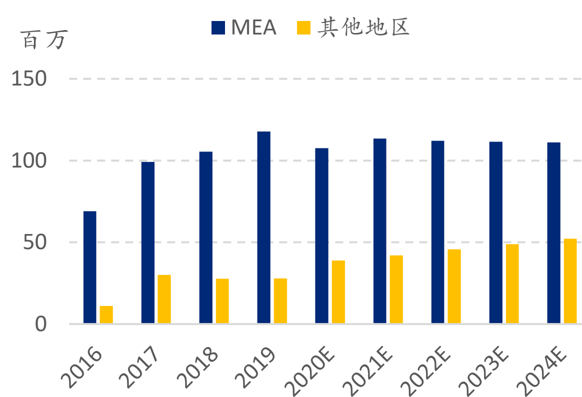
在这些非洲以外的国家，传音会将业务重点放在智能手机上。因此，在 2020 年、2021 年和 2022 年，我们也预计传音在 MEA 地区以外的智能手机出货量会保持 60%、40%和 35%的同比增长。

图表 134: 传音手机出货量比例按非洲和非洲以外拆分



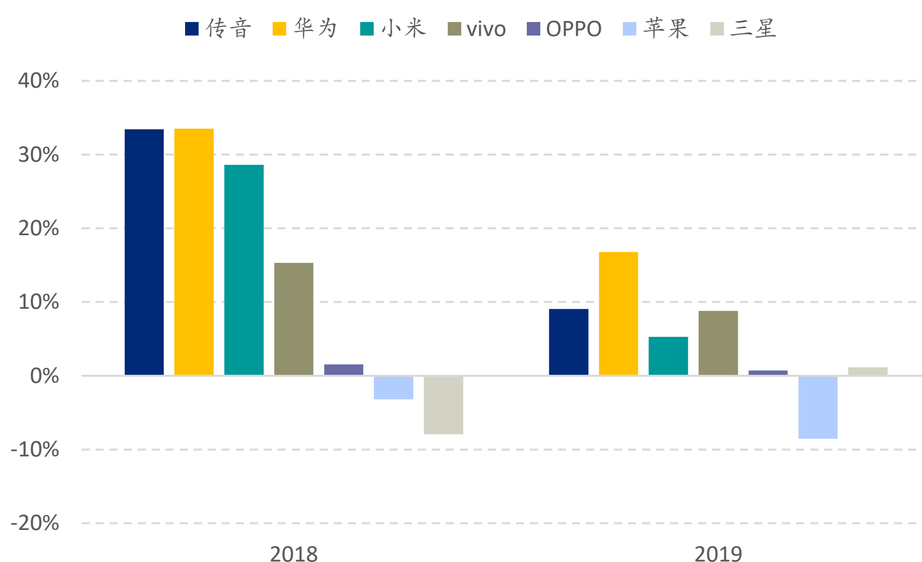
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 135: 传音手机出货量按照 MEA 与其他地区拆分



E=浦银国际预测，注：MEA=中东及非洲
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 136: 智能手机出货同比增速比较：在 2018 年和 2019 年，传音的增速仅次于华为



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

借助手机向数码产品和家电拓展

正如我们在小米部分提到的。手机，尤其是智能手机，是当今世界消费者使用最前沿的科技产品，且智能手机也烙印着移动互联网的基因。**而传音，也同小米类似，也将数码配件、家用电器、移动互联网服务，带入了非洲市场。**

为了更好的推广传音的周边产品，传音又创办了数码配件品牌 Oraimo，售后服务品牌 Carlcare 和家用电器品牌 Syinix。希望借此打通以手机为中心，IoT 业务与互联网业务的商业生态。从而在扩张传音帝国的同时进一步强化公司的竞争优势。

就数码产品和家电来说，传音已经发布并进入非洲市场的产品包括电源线、移动电源、耳机（蓝牙耳机、TWS 耳机等）、音响、电视等。有些配件和家电产品也已经进入印度等非洲以外的地区。

图表 137：传音数码产品示例



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 138：传音家用电器产品示例



资料来源：公司资料、浦银国际

互联网业务也与小米类似，目前主要依托传音手机的操作系统（OS，Operating System）来实现广告收入和预装软件收入等。目前互联网业务收入还处于相对初期的阶段。我们认为未来随着传音智能手机出货量占比的提升，互联网业务带来的收入还有很大的增值空间。

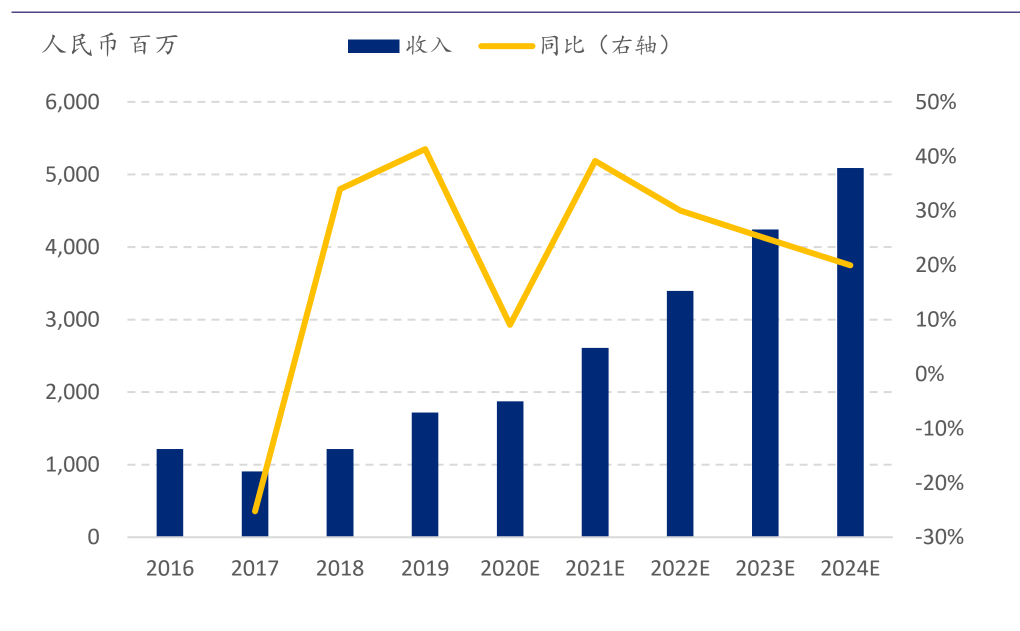
2019 年传音的非手机业务收入为 17 亿人民币，同比增长 41%，占传音总营收的 7%。我们预测传音的非手机业务在未来三年都将保持 25%以上的同比增速，预计在 2021 年和 2022 年贡献 7%和 8%的收入。

图表 139：传音互联网商业模式



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 140：传音非手机收入规模及预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

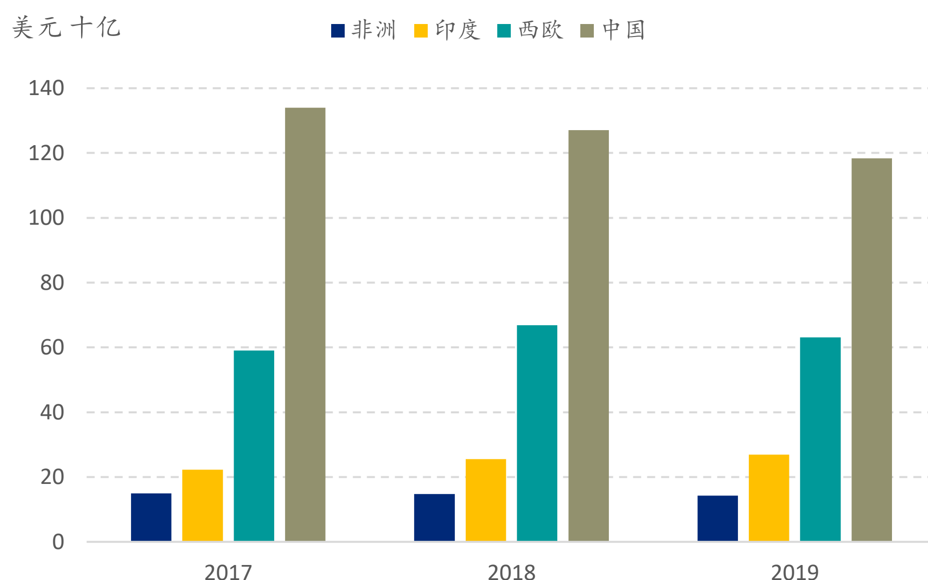
竞争格局

问题一：中国四大品牌（HOVM）是否会进入非洲市场抢夺传音份额？

我们认为至少未来三年不会见到中国的品牌大举进入非洲市场：

- 最重要的原因是非洲的手机市场规模太小。虽然 2019 年非洲地区手机的出货量占全球出货量的 12%，但是手机的销售额规模仅仅占到了全球手机市场的 3%。而作为对比，西欧手机销售额规模占到了全球的 14%，是非洲手机规模的 4.4 倍。因此非洲手机市场规模不足够吸引中国手机品牌大举进入。
- 非洲并不是一个统一的市场，有大约有 55 个国家/地区。其他的中国手机品牌需要挨个进入非洲国家，因此高额的投入也延缓其他中国品牌的进入。
- 非洲的互联网基础建设不够完善，对于中国品牌熟悉的互联网打法，非洲没有足够的土壤。

图表 141：非洲、西欧、中国、印度手机市场规模比较：非洲手机的市场规模显著小于西欧市场和中国市场



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

问题二：如果中国品牌进入非洲市场，传音能否守住市场？

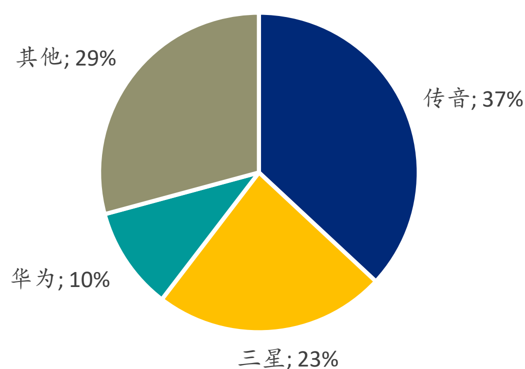
我们认为即使中国品牌最终进入非洲市场，传音也完全有能力守住份额。

- 传音本就是中国品牌，熟悉中国品牌在中国的成功经验。并且传音已经先发制人将这些方式运用于非洲市场。
- 传音和中国品牌都是背靠相同的中国智能手机供应链，规模效应带来的成本优势和中国其他品牌类似。
- 传音有先发优势，已经在非洲通过本土化运营和渠道商建立的牢固的合作关系，后进入品牌抢夺渠道的难度非常大。

问题三：传音在印度智能手机市场可以击败其他中国品牌吗？

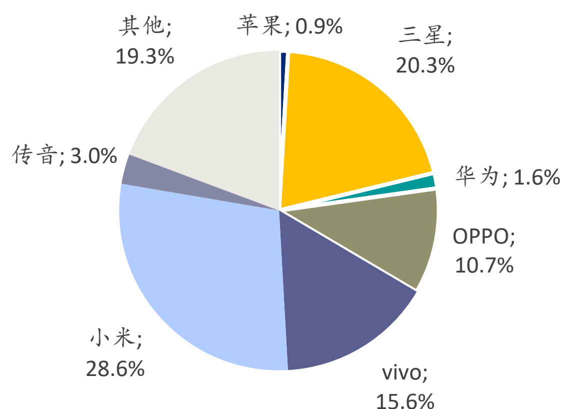
我们认为传音在印度的智能手机市场暂时难以与其他中国品牌抗衡，但是传音在功能机市场保持稳定，并在智能手机市场夺取一些更小品牌的份额。因为，这与传音在非洲市场的地位类似，对于已经印度布局广泛线上和线下渠道的中国品牌来说，传音作为后进入品牌抢夺渠道的难度比较大。所以，传音对自己定位还是比较明确的，寻找四大中国手机品牌还没有进入的新兴市场，然后复制传音在非洲的成功经验。

图表 142: 非洲智能手机出货份额按品牌拆分（2019）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 143: 印度智能手机出货份额按照品牌拆分（2019）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

财务分析与预测

图表 144：传音控股财务模型主要假设

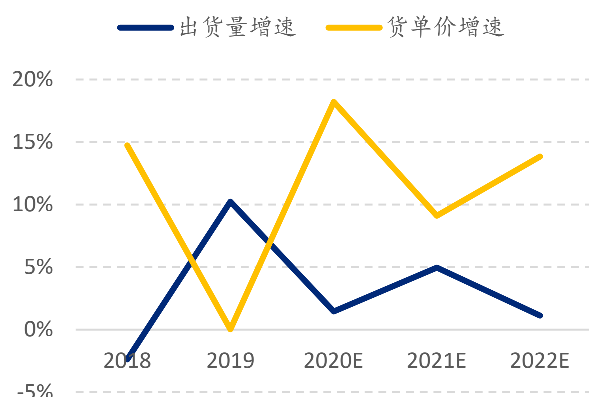
传音控股主要假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
出货量（百万）					
智能机	34	38	43	51	60
功能机	90	99	96	95	87
总出货量	**124**	**137**	**139**	**146**	**147**
出货量同比增长					
智能机	19%	11%	15%	18%	18%
功能机	-9%	10%	-4%	-1%	-8%
总出货量	**-2%**	**10%**	**1%**	**5%**	**1%**
市场份额					
智能机					
中东和非洲	20%	23%	26%	28%	29%
亚太	1%	1%	2%	2%	2%
其他地区	0%	0%	0%	0%	1%
功能机					
中东和非洲	46%	50%	54%	55%	55%
其他地区	6%	8%	13%	15%	16%
平均货单价（人民币）					
智能机	454	466	517	524	535
功能机	66	61	62	60	59
合并货单价	**172**	**172**	**204**	**222**	**253**
平均货单价增长					
智能机	5%	3%	11%	1%	2%
功能机	-4%	-8%	1%	-3%	-2%
合并增长	**15%**	**0%**	**18%**	**9%**	**14%**
营业收入（人民币百万）					
智能机	15,479	17,584	22,435	26,765	32,229
功能机	5,950	6,042	5,895	5,679	5,121
合并营收	**21,429**	**23,626**	**28,330**	**32,444**	**37,350**
营收增长					
智能机	25%	14%	28%	19%	20%
功能机	-12%	2%	-2%	-4%	-10%
合并增长	**12%**	**10%**	**20%**	**15%**	**15%**
营收占比					
智能机	72%	74%	79%	82%	86%
功能机	28%	26%	21%	18%	14%
毛利率					
智能机	24%	28%	27%	27%	27%
功能机	28%	23%	24%	24%	24%
合并毛利率	**24%**	**27%**	**26%**	**27%**	**27%**

E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

在 2020 年、2021 年和 2022 年，我们预计传音的收入将同比增长 19%、16% 和 16%。这个与传音股权激励中的业绩考核目标接近。传音收入增长主要得益于：1）传音在非洲地区及其他新兴国家地区的扩张，2）非洲地区功能机向智能手机切换的需求。对于传音来说，智能手机的平均单价大约是功能手机平均单价的 7-8 倍，因此我们预计传音手机平均单价会在 2021 年和 2022 年同比增长 9%和 14%。另外，尽管数码产品和家电产品收入占比还不高，但是这个业务板块未来两年的收入增速要显著高于公司的平均水平。

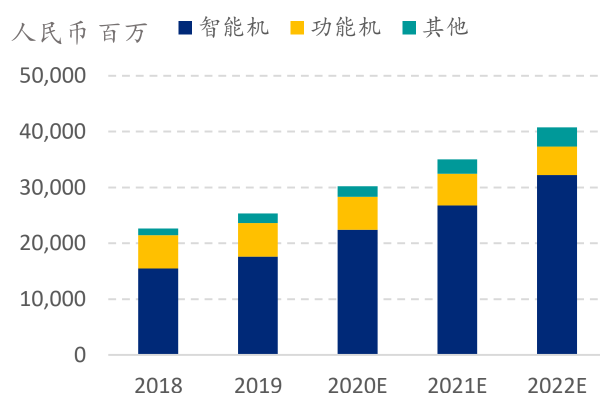
图表 145: 传音手机出货量增速与手机平均单价增速比较



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 146: 传音收入按照智能手机、功能手机、周边产品拆分



E=浦银国际预测

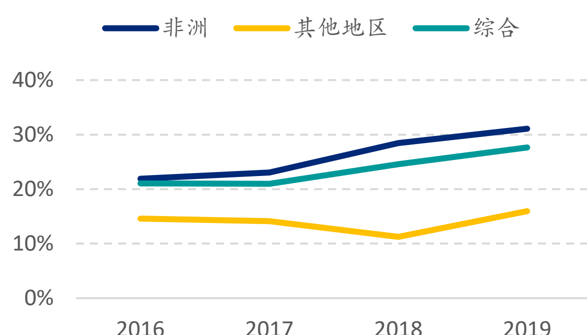
资料来源：公司资料、浦银国际

2019 年，传音在非洲地区的手机的毛利率非常高达到了 31%，对比苹果 2019 年 iPhone 的毛利率大约在 35%左右。可以说，**在手机品牌中，传音在非洲的业务毛利率是行业中仅次于苹果的公司。**由于传音在非洲以外的地区目前处于拓展状态，因此毛利率水平是低于非洲地区的。我们预测未来 2021 年和 2022 年传音的整体毛利率大约在 27%，会比 2019 年的 27.4%略微下降，但这是传音在拓展新兴市场导致的，我们认为非洲市场的毛利率会保持稳定甚至随着智能手机切换反而有进一步提升空间。

相对来说，传音的三项费用率比其他手机品牌公司高，在过去四年在 17%-20%区间浮动。这是由于非洲市场并不是统一市场，因而需要投入更多的费用来保持品牌影响力和巩固渠道。这是传音保持非洲统治力的重要投入，也是可以把其他品牌暂时拒之非洲门外的护城河。

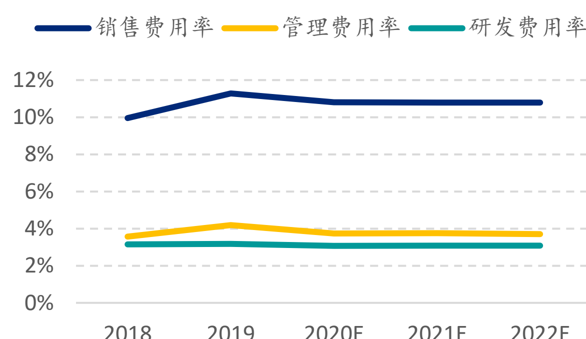
我们预测即使在今年遭受疫情的情形下，传音的净利润也可以逆势成长 20%，并在 2021 年和 2022 年增速增加为 26%和 16%。

图表 147：传音毛利率按照地区拆分



资料来源：公司资料、浦银国际

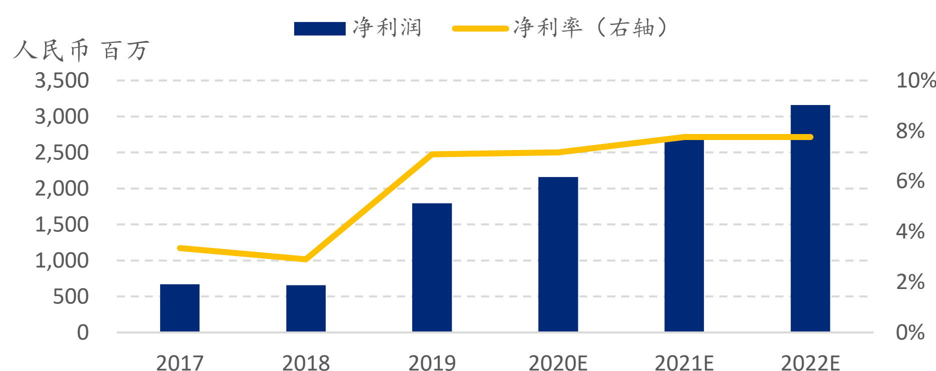
图表 148：传音三项费用率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 149：传音净利润及净利率预测



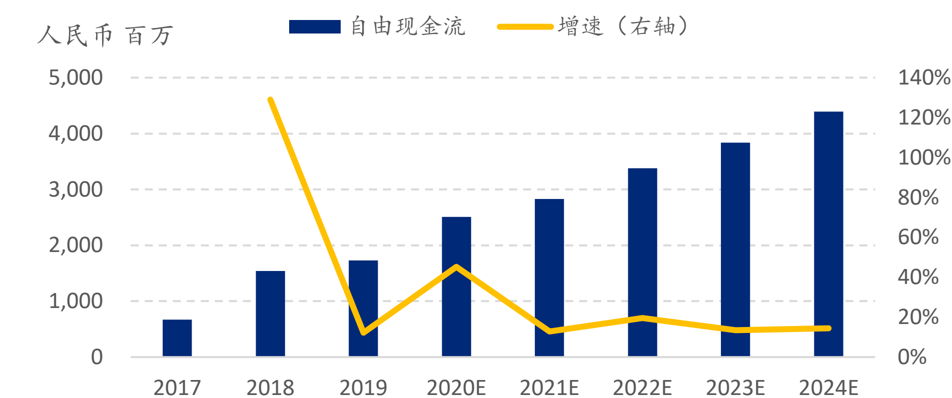
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

传音是一家的成长性很高的现金牛（Cash Caw）。也就是说，目前公司的业务可以源源不断给公司带来现金的流入和利润，而且可以保持现金流入和利润的增长。传音是非常难得的优质公司。

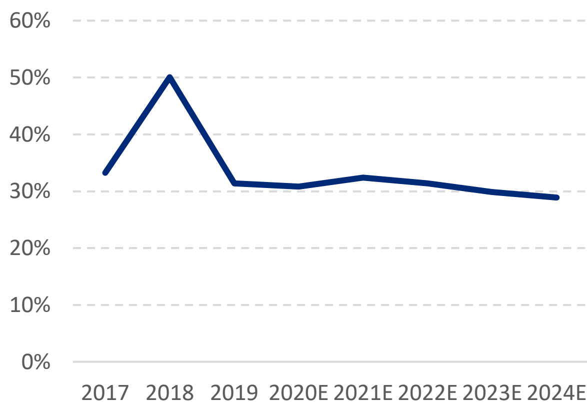
- 传音的自由净现金流（free cash flow）在 2017-2019 年保持为正数，而且每年健康增长。我们测算传音的净现金流在未来 5 年依然保持两位数的正增长。
- 2017-2019 年，传音资产负债表上的现金占流动资产的 40%-50%之间。叠加传音几乎没有短期或者长期借款，让传音的 2019 年的投入资本回报率（ROIC）高达 31%。
- 作为一家成长性企业，传音保持 30%的分红比例，凸显传音对业务经营的信心。

图表 150：传音自由现金流及预测



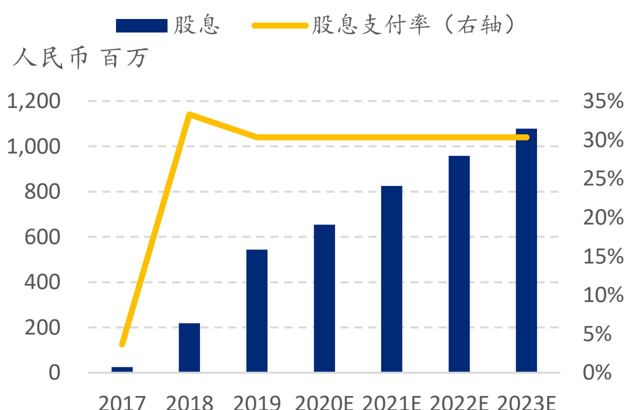
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 151：传音 ROIC：2017-2024E



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 152：传音现金分红及分红比例



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

● 风险提示

1. 疫情对非洲的地区的影响比预期的还要严重，因此严重影响今年非洲市场手机的出货量以及明年手机需求的恢复；

2. 非洲以外地区拓展拉低公司毛利率导致利润增长显著小于收入增长；

3. 汇率波动影响收入增速和汇兑损益。

估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法，对传音控股进行估值。我们假设传音控股 2025 年-2030 年的成长率从 11%逐渐下降为 5%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 9.4%。其他基本假设可以参考下方表格。我们得到了 158 人民币的目标价，潜在上升空间 41%，首予“买入”评级。

图表 153：传音控股 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	0.88	债务成本	9.2%
无风险利率	3.0%	债务股本比	1%
股权风险溢价	6.1%	所得税率	16.0%
国家风险溢价	1.0%		
股本成本	9.4%	**WACC**	**9.4%**

资料来源：浦银国际预测

图表 154：传音控股自由现金流预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031往后
营业收入	30,206	35,054	40,743	45,869	51,867	57,573	63,330	69,030	74,552	79,771	84,118	
营收增速	*19%*	*16%*	*16%*	*13%*	*13%*	*11%*	*10%*	*9%*	*8%*	*7%*	*5%*	
经营利润	2,659	3,357	3,892	4,376	4,977	5,524	6,076	6,623	7,153	7,654	8,071	
加：折旧及摊销	130	166	235	309	387	429	472	514	556	594	627	
EBITDA	2,789	3,524	4,127	4,685	5,363	5,953	6,548	7,138	7,709	8,248	8,698	
EBITDA率	*9.2%*	*10.1%*	*10.1%*	*10.2%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	
减：所得税	-384	-511	-590	-663	-755	-838	-922	-1,005	-1,085	-1,161	-1,225	
资本支出	-415	-727	-845	-951	-1,075	-1,194	-1,313	-1,431	-1,546	-1,654	-1,744	
资本支出占营收比	*1.4%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	
净营运资本变动	135	33	100	103	104	115	127	138	149	160	168	
自由现金流	2,125	2,319	2,792	3,174	3,636	4,036	4,440	4,840	5,227	5,593	5,897	
永续增长率												*3.0%*
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	终值
	2,125	2,120	2,333	2,424	2,539	2,577	2,591	2,582	2,549	2,493	2,403	95,015

资料来源：浦银国际预测

图表 155：传音控股 DCF 估值预测

WACC	自由现金流值 (人民币百万)	企业价值 (百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币元)
9.39%	117,222	117,222	9,181	126,402	800	158

资料来源：浦银国际预测

我们预测公司 2021 年和 2022 年的 EPS（每股盈利）为人民币 3.40 元和人民币 3.95 元。传音控股的 12 个月目标价为人民币 158 元，对应 46.5x 的 2021 年市盈率和 40.0x 的 2022 年市盈率，高于 A 股的消费电子公司平均估值。

我们认为传音可以享受溢价的原因为：1）科创板整体估值比较高，有利于提高传音控股估值，2）传音的基本盘在非洲竞争压力相对小，其独特性也值得更高的估值，3）在高毛利率、健康的现金流和高 ROIC 方面，传音是 A 股消费电子公司中的佼佼者。

图表 156：传音控股可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动 年初至今（%）	EPS同比增长			P/E（市盈率）			P/B（市净率）		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
手机品牌													
688036 CH Equity	传音控股	13,052	111.7	144.9	20%	26%	16%	41.4	32.9	28.3	8.9	7.4	6.1
1810 HK Equity	小米	73,101	23.5	118.0	20%	52%	24%	41.2	27.1	21.9	5.4	4.7	4.0
005930 KS Equity	三星	271,727	54,000	-3.2	16%	39%	12%	14.7	10.6	9.5	1.3	1.2	1.1
AAPL US Equity	苹果	2,134,525	499.2	70.0	1%	17%	10%	38.7	33.1	29.7	34.6	51.0	105.2
平均								34.0	25.9	22.3	12.6	16.1	29.1
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3
2317 TT Equity	鸿海	36,255	76.9	-15.3	-11%	23%	11%	10.4	8.5	7.6	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	56,088	55.0	95.9	50%	40%	26%	54.2	38.7	30.8	13.5	10.2	7.8
平均								30.8	24.2	20.1	5.8	4.7	3.7
电子零部件													
2382 HK Equity	舜宇	16,262	114.9	-14.8	9%	30%	22%	25.4	19.6	16.1	6.9	5.3	4.2
1478 HK Equity	丘钛	1,472	9.7	-24.6	33%	23%	18%	13.6	11.0	9.3	2.9	2.4	2.0
002456 CH Equity	欧菲光	7,441	18.9	21.2	166%	36%	34%	37.5	27.6	20.6	4.7	4.0	3.3
002241 CH Equity	歌尔声学	19,470	41.1	106.3	78%	35%	26%	57.9	43.0	34.2	7.3	6.3	5.4
300207 CH Equity	欣旺达	5,494	24.0	22.8	1%	65%	33%	48.3	29.3	22.0	5.7	4.9	4.1
300433 CH Equity	蓝思科技	22,097	34.5	149.8	57%	25%	25%	35.4	28.3	22.7	5.5	4.7	4.0
300136 CH Equity	信维通信	8,720	62.0	36.7	37%	37%	22%	43.0	31.3	25.6	9.8	7.5	5.9
平均								37.3	27.2	21.5	6.1	5.0	4.1

注：小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测，其余公司为 Bloomberg 一致预测，数据截至 2020 年 8 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 157：传音控股历史市盈率：历史均值 23.1



资料来源：Wind、浦银国际

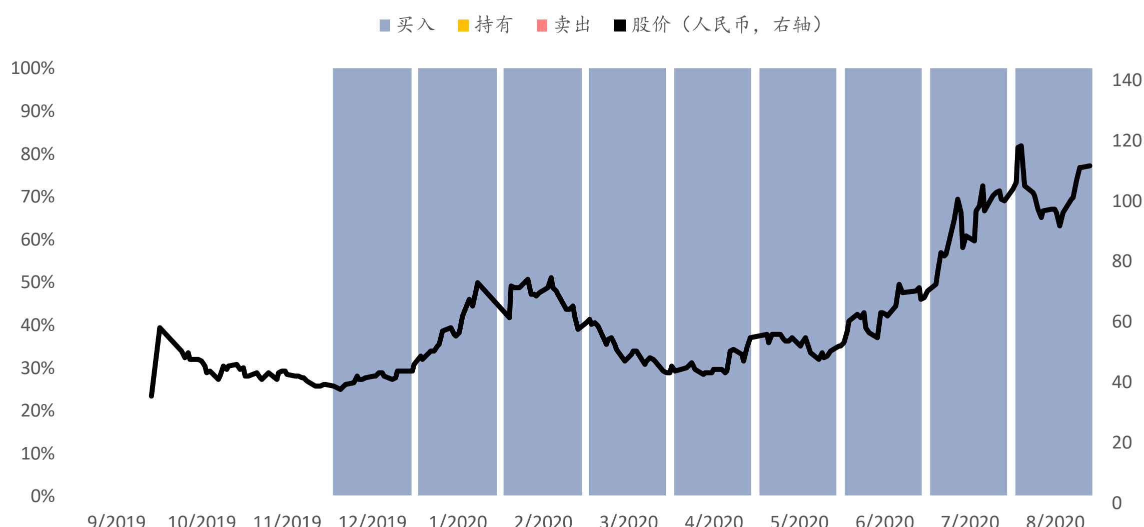
图表 158：传音控股历史市净率：历史均值 7.1



资料来源：Wind、浦银国际

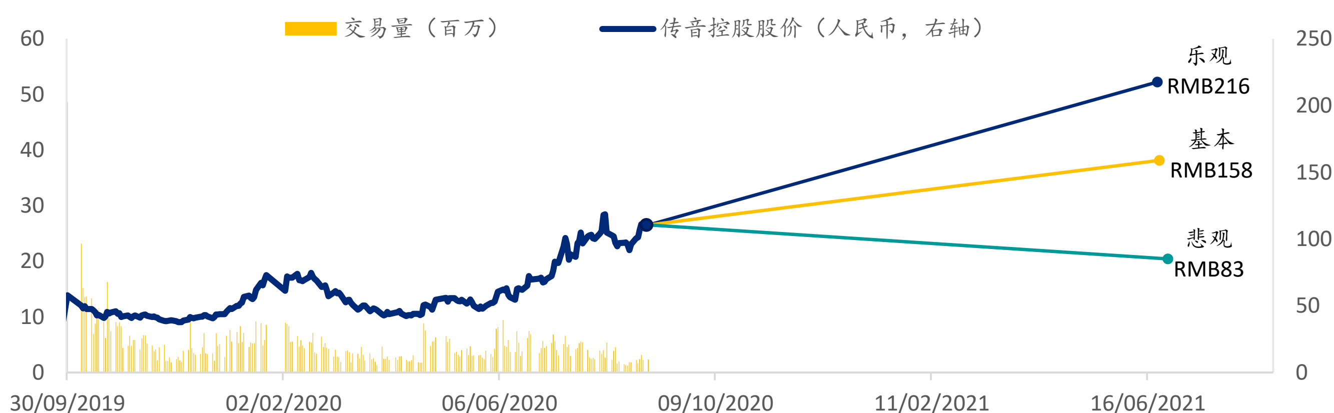
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 159：传音控股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 160：传音控股 SPDBI 情景假设



乐观情景	悲观情景
目标价：人民币 216 元，对应 53x 2021 年 EPS	目标价：人民币 83 元，对应 35x 2021 年 EPS
• 非洲市场功能机切换智能机速度快于预期，推动传音手机平均单价迅速上升 • 非洲以外的新兴国家拓展顺利，并且毛利率保持较高水平 • 数码产品呈现爆发式成长，对于营收贡献显著	• 海外疫情拖累非洲地区智能手机需求，并导致非洲地区手机需求恢复缓慢 • 非洲以外地区市场拓展拉低公司平均毛利率，降低公司利润增速 • 新兴市场功能机向智能切换速度较慢，传音手机平均单价增长速度不及预期

资料来源：浦银国际预测

公司背景

传音控股致力于成为新兴市场消费者最喜爱的智能终端产品和移动互联服务提供商。自公司成立以来，传音一直着力为用户提供优质的以手机为核心的多品牌智能终端，并基于自主研发的智能终端操作系统和流量入口，为用户提供移动互联网服务。传音旗下拥有新兴市场知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，还包括数码配件品牌 Oraimo、家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare。

经过多年的发展，传音现已成为全球新兴市场手机行业的中坚力量。2019 年传音手机出货量 1.37 亿部，根据 IDC 统计数据，全球市场占有率 8.1%，排名第四；非洲市场占有率 52.5%，排名第一；印度市场占有率 6.8%，排名第五；孟加拉国市场占有率 15.6%，排名第二。

竺兆江为公司实际控制人，持有股份占比 10.56%。

图表 161：传音控股部分高管团队

姓名	职位	履历
竺兆江	董事长、总经理	竺兆江先生曾在浙江奉通股份有限公司、宁波波导股份有限公司、深圳赛特尔科技有限公司任职； 竺兆江先生 2013 年 8 月至今担任公司董事长、总经理
张祺	董事、副总经理	张祺先生曾在宁波波导股份有限公司、宁波波导萨基姆电子有限公司、宁波波导随州分公司任职； 2013 年 8 月至今担任公司董事、副总经理
严孟	董事、副总经理	严孟先生曾在宁波波导股份有限公司任职； 2013 年 8 月至今担任公司董事、副总经理
叶伟强	董事、副总经理	叶伟强先生曾在宁波波导股份有限公司任职； 2013 年 8 月至今担任公司董事、副总经理
肖明	副总经理、核心技术人员	肖明先生曾在上海贝尔有限公司、科胜讯通讯技术有限公司、德信无线通讯科技（上海）有限公司、锐嘉科通信技术有限公司、上海锐来科通信技术有限公司任职； 2014 年 8 月至今担任公司副总经理
雷伟国	副总经理	雷伟国先生曾在宁波波导股份有限公司任职； 2013 年 8 月至今担任公司 itel 事业部总经理；2017 年 3 月担任副总经理
杨宏	副总经理、董事会秘书	杨宏女士曾在中国石油吉化化肥厂、宁波波导股份有限公司任职； 2013 年 9 月至今担任公司副总经理；2019 年 2 月担任董事会秘书
肖永辉	财务总监	肖永辉先生曾在江西庆江化工厂、宁波波导股份有限公司任职； 2014 年 1 月至今在公司担任财务总监

资料来源：公司官网、浦银国际

财务报表

图表 162：损益表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**22,646**	**25,346**	**30,206**	**35,054**	**40,743**
销货成本	(17,109)	(18,412)	(22,227)	(25,518)	(29,690)
毛利润	**5,537**	**6,934**	**7,979**	**9,536**	**11,053**
经营支出	**(3,774)**	**(4,726)**	**(5,320)**	**(6,178)**	**(7,161)**
销售费用	(712)	(805)	(928)	(1,079)	(1,255)
管理费用	(2,254)	(2,859)	(3,262)	(3,780)	(4,398)
研发费用	(808)	(1,061)	(1,131)	(1,319)	(1,508)
经营利润	**1,763**	**2,208**	**2,659**	**3,357**	**3,892**
非经营收入	**(898)**	**(26)**	**(111)**	**(121)**	**(137)**
财务费用	(70)	(31)	(90)	(97)	(113)
投资收益	(476)	(297)	(29)	(23)	(23)
其他	(352)	302	8	-	-
税前利润	**865**	**2,182**	**2,548**	**3,237**	**3,755**
税务费用	(211)	(386)	(384)	(511)	(590)
税后利润含少数股东权益	**654**	**1,797**	**2,164**	**2,725**	**3,166**
少数股东权益	(4)	3	7	7	7
净利润	**657**	**1,793**	**2,157**	**2,719**	**3,159**
基本股数（百万）	-	800	800	800	800
摊销股数（百万）	-	800	800	800	800
基本EPS（元）	-	**2.24**	**2.70**	**3.40**	**3.95**
摊销EPS（元）	-	**2.24**	**2.70**	**3.40**	**3.95**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 163: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金和受限制资金	3,772	7,717	9,181	10,717	12,541
应收账款和应收票据	468	784	935	1,085	1,261
存货	2,499	3,135	3,785	4,345	5,056
其他流动负债	1,800	3,826	4,560	5,292	6,151
流动资产合计	**8,539**	**15,463**	**18,460**	**21,439**	**25,008**
物业、厂房及设备	662	767	1,092	1,689	2,334
无形资产	629	615	575	538	504
其他非流动资产	523	898	898	898	898
总资产	**10,353**	**17,744**	**21,025**	**24,565**	**28,744**
短期借贷	21	-	-	-	-
应付账款和应付票据	4,067	6,779	8,184	9,396	10,932
其他流动负债	1,369	1,376	1,640	1,904	2,213
流动负债合计	**5,457**	**8,156**	**9,824**	**11,299**	**13,144**
其他负债	974	1,323	1,323	1,323	1,323
总负债	**6,431**	**9,479**	**11,147**	**12,623**	**14,468**
股本	720	800	800	800	800
储备	2,384	5,083	6,696	8,760	11,095
未分配利润	738	2,271	2,271	2,271	2,271
少数股东权益	6	11	11	11	11
其他综合收益	75	100	100	100	100
股东权益总额	**3,922**	**8,265**	**9,878**	**11,942**	**14,276**
总负债和股东权益	**10,353**	**17,744**	**21,025**	**24,565**	**28,744**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 164: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,073**	**4,041**	**2,422**	**2,918**	**3,493**
税前利润	865	2,182	2,548	3,237	3,755
折旧	51	78	91	129	200
摊销	35	41	40	37	35
其他营业活动现金流	1,250	2,621	83	91	106
营运资金变动	**418**	**(259)**	**135**	**33**	**100**
应收账款减少（增加）	(50)	(316)	(150)	(150)	(176)
库存减少（增加）	(82)	(636)	(650)	(561)	(710)
应付账款增加（减少）	227	2,712	1,404	1,212	1,536
其他经营资金变动	323	(2,019)	(470)	(469)	(550)
税务费用	(464)	(612)	(384)	(511)	(590)
利息收入（支出）	(81)	(10)	(90)	(97)	(113)
投资活动现金流	**(739)**	**(2,873)**	**(415)**	**(727)**	**(845)**
资本支出	(727)	(415)	(415)	(727)	(845)
取得或购买长期投资	-	75	-	-	-
其他投资活动现金流	(12)	(2,533)	-	-	-
融资活动现金流	**(275)**	**2,568**	**(544)**	**(654)**	**(825)**
借款	(216)	73	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(24)	(219)	(544)	(654)	(825)
其他融资活动现金流	(35)	2,713	-	-	-
外汇损益	(7)	30	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**1,053**	**3,766**	**1,463**	**1,537**	**1,824**
期初现金及现金等价物	**2,437**	**3,490**	**7,255**	**8,719**	**10,255**
期末现金及现金等价物	**3,490**	**7,255**	**8,719**	**10,255**	**12,079**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

比亚迪电子(285.HK)首次覆盖：国内 EMS 龙头崭露头角

我们首次覆盖比亚迪电子（285.HK），首予“买入”评级，12 个月目标价为 40 港元，潜在升幅 22%。

- **打造中国本土的 EMS 代工龙头：**这两年，比亚迪电子通过与中国手机品牌的深度绑定，已经成长为中国本土代工厂商的龙头企业。随着 2020 年和 2021 年手机组装业务的持续放量，比亚迪电子的代工业务毛利率也会有显著改善，并且对整体的利润有显著贡献。我们认为比亚迪电子也能较好的受益于中国手机品牌出海带来的未来五年的增量。而且，组装业务也为比亚迪电子的结构件订单带来更大的保障。最后，比亚迪电子对于北美客户平板电脑的组装也会带来收入和利润贡献。我们预计未来北美客户毛利润贡献比例会持续上升。

- **完善结构件/外观件布局：**手机后盖/外观件演变过程是从塑料到金属到玻璃/陶瓷。比亚迪电子则在这个过程把公司打造成安卓阵营的塑料和金属结构件的绝对龙头，并且作为玻璃外观件的新玩家，成功做到了国内前三。比亚迪电子结构件成长来自于：1）玻璃产能的释放和订单的增加，2）5G 带来的金属中框价值量的提升，3）拓展非手机产品，例如电脑、可穿戴设备的外观件/结构。

- **以手机为中心向外散发：**除了智能手机相关业务以外，比亚迪电子也积极向两个方向拓展：1）新型智能产品，2）汽车智能系统拓展。在新型智能产品方面，比亚迪电子已经拓展 iRobot（扫地机器人）、SONOS（诺思音箱）、大疆（无人机、运动相机）等业务。汽车智能系统，比亚迪电子主要供应车用资讯娱乐系统和5G 车用通讯模块。新的业务方向为比亚迪电子的可持续增长打造好了基石。

- **估值：**我们采用 DCF 方法，对公司进行估值。我们的 12 个月目标价为 40 港币，对应 13.7x 的 2021 年市盈率和 12.6x 的 2022 年市盈率，相较于港股的科技硬件公司有较大的折价。我们预计随着毛利率的改善，比亚迪电子的估值有进一步上升空间。

- **投资风险：**国内外疫情反复拖累智能手机市场整体需求。中美贸易冲突带来主要客户业务下滑，导致比亚迪电子收入、利润增速减慢。结构件行业竞争加剧导致公司毛利率恶化。

图表 165：盈利预测和财务指标 2018-2022E

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	41,047	53,028	75,579	84,962	92,422
总收入同比增速	5.9%	29.2%	42.5%	12.4%	8.8%
净利润	2,189	1,598	4,980	5,906	6,414
净利润同比增速	-15.3%	-27.0%	211.7%	18.6%	8.6%
目标 PE（x）		50.5	16.2	13.7	12.6
目标 PB（x）		4.8	3.7	3.0	2

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

评级　买入

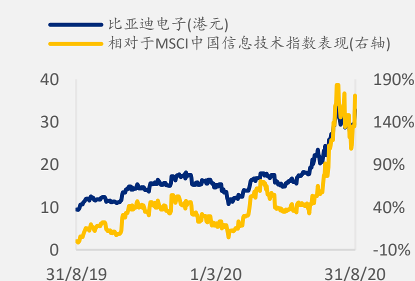
目标价（港元）	40
潜在升幅/降幅	22%
目前股价（港元）	32.9
52 周内股价区间（港元）	9.0-34.1
总市值（百万港元）	74,018
近 90 日日均成交额（百万港元）	436

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**41,047**	**53,028**	**75,579**	**84,962**	**92,422**
销货成本	(36,875)	(49,071)	(66,692)	(74,767)	(81,372)
毛利润	**4,172**	**3,957**	**8,887**	**10,195**	**11,050**
经营支出	**(2,354)**	**(2,964)**	**(4,012)**	**(4,341)**	**(4,680)**
销售费用	(229)	(2,088)	(2,942)	(3,114)	(3,337)
管理费用	(536)	(257)	(320)	(368)	(402)
研发费用	(1,589)	(619)	(750)	(858)	(941)
经营利润	**1,818**	**994**	**4,875**	**5,854**	**6,370**
非经营收入	718	703	597	597	597
财务费用	-	(31)	(45)	(45)	(45)
政府补贴	287	237	158	158	158
其他费用	430	497	485	485	485
税前利润	**2,536**	**1,696**	**5,472**	**6,452**	**6,967**
税务费用	(347)	(99)	(493)	(546)	(553)
税后利润含少数股东权益	**2,189**	**1,598**	**4,980**	**5,906**	**6,414**
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	**2,189**	**1,598**	**4,980**	**5,906**	**6,414**
基本股数（百万）	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
摊销股数（百万）	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
基本EPS（元）	**0.97**	**0.71**	**2.21**	**2.62**	**2.85**
摊销EPS（元）	**0.97**	**0.71**	**2.21**	**2.62**	**2.85**

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,741	1,651	6,177	10,100	14,227
受限制资金	-	20	20	20	20
应收账款和应收票据	7,209	9,567	13,636	15,329	16,675
存货	4,768	5,401	3,974	3,545	3,257
其他流动负债	371	443	631	709	772
流动资产合计	**17,089**	**17,082**	**24,438**	**29,703**	**34,951**
物业、厂房及设备	7,634	9,801	11,046	12,438	13,839
土地使用权	381	-	-	-	-
无形资产	14	11	5	3	1
其他非流动资产	933	1,133	1,133	1,133	1,133
总资产	**26,051**	**28,027**	**36,622**	**43,278**	**49,925**
短期借贷	-	-	-	-	-
应付账款和应付票据	7,892	7,340	9,976	11,183	12,171
其他流动负债	2,170	3,059	4,360	4,901	5,331
流动负债合计	**10,062**	**10,399**	**14,335**	**16,084**	**17,503**
其他负债	164	639	639	639	639
总负债	**10,226**	**11,038**	**14,974**	**16,723**	**18,141**
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
储备	11,773	12,937	17,596	22,502	27,731
股东权益总额	**15,825**	**16,989**	**21,648**	**26,555**	**31,783**
负债和股东权益合计	**26,051**	**28,027**	**36,622**	**43,278**	**49,925**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4,781**	**379**	**8,726**	**9,284**	**10,056**
税前利润	2,536	1,696	5,472	6,452	6,967
折旧	1,918	2,051	2,634	2,968	3,342
摊销	8	7	6	3	1
其他营业活动现金流	(344)	(586)	45	45	45
营运资金变动	**986**	**(2,766)**	**1,107**	**407**	**298**
应收账款减少（增加）	1,203	(2,373)	(4,069)	(1,693)	(1,346)
库存减少（增加）	(202)	(658)	1,427	429	288
应付账款增加（减少）	(866)	(909)	2,636	1,208	988
其他经营资金变动	851	1,174	1,113	463	368
税务费用	(374)	(77)	(493)	(546)	(553)
利息收入（支出）	51	54	(45)	(45)	(45)
投资活动现金流	**(2,292)**	**(2,852)**	**(3,879)**	**(4,361)**	**(4,743)**
资本支出	(2,276)	(2,722)	(3,879)	(4,361)	(4,743)
长期投资	3	(4)	-	-	-
银行存款增加	0	(20)	-	-	-
其他投资活动现金流	(19)	(106)	-	-	-
融资活动现金流	**(561)**	**(623)**	**(321)**	**(1,000)**	**(1,186)**
借款	-	-	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(518)	(439)	(321)	(1,000)	(1,186)
其他融资活动现金流	(43)	(184)	-	-	-
外汇损益	(9)	6	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**1,919**	**(3,091)**	**4,526**	**3,924**	**4,127**
期初现金及现金等价物	**2,822**	**4,741**	**1,651**	**6,177**	**10,100**
期末现金及现金等价物	**4,741**	**1,651**	**6,177**	**10,100**	**14,227**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速%					
营业收入增速	5.9%	29.2%	42.5%	12.4%	8.8%
毛利润增速	-2.2%	-5.1%	124.6%	14.7%	8.4%
营业利润增速	-24.2%	-45.4%	390.6%	20.1%	8.8%
净利润增速	-15.3%	-27.0%	211.7%	18.6%	8.6%
盈利能力%					
净资产收益率(平均)	14.6%	9.7%	25.8%	24.5%	22.0%
总资产报酬率	8.5%	5.9%	15.4%	14.8%	13.8%
投入资本回报率	9.3%	5.3%	20.2%	20.0%	18.3%
利润率%					
毛利率	10.2%	7.5%	11.8%	12.0%	12.0%
营业利润率	4.4%	1.9%	6.5%	6.9%	6.9%
净利润率	5.3%	3.0%	6.6%	7.0%	6.9%
营运能力					
现金循环周期	33	39	34	29	26
应收账款周转天数	70	58	56	62	63
存货周期天数	46	38	26	18	15
应付账款周转天数	84	57	47	52	52
净债务	(4,741)	(1,671)	(6,197)	(10,121)	(14,247)
自由现金流	2,083	(2,517)	4,249	4,326	4,715
目标 P/E (x)		50.5	16.2	13.7	12.6
目标 P/B (x)		4.8	3.7	3.0	2.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

关于比亚迪电子，写在开头

比亚迪电子是见证整个 4G 时代的一家科技公司。从 2010 全球进入智能手机时代算起，到 2019 年，比亚迪电子的营收增加 320%，10 年的复合增速达到了 12%。不管中国各大手机品牌在这 10 年中如何浮沉，这家公司都能穿越时代，稳定增长。

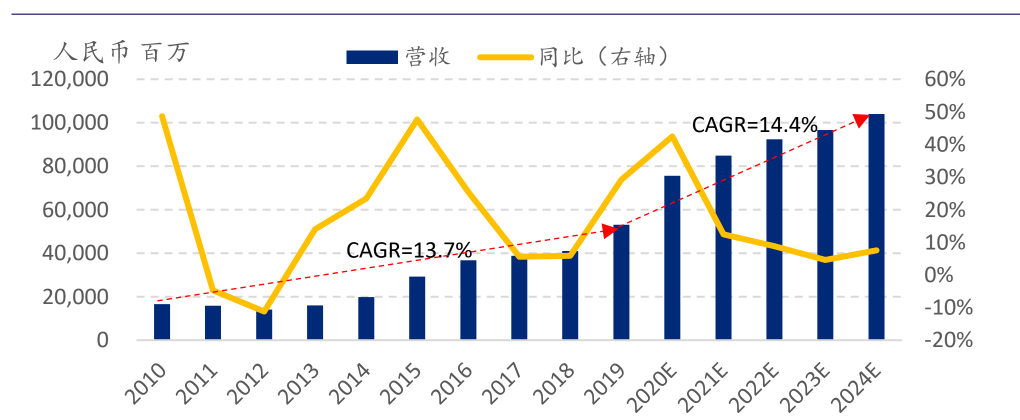
根据 MMI 在 2019 年发布 EMS 制造商 50 强榜单中，前十的位置主要被中国台湾的厂商和部分美国厂商占据。令人惊喜的是，在 2020 年 5 月，MMI 最新发布的 EMS 制造商前 50 强榜单中，第一次有一家中国大陆的企业进入了前十。这家公司就是比亚迪电子。因而，就中国大陆 EMS 厂商而言，目前比亚迪电子就是无可争议的第一。

这十年，比亚迪电子已经把自己做到智能手机安卓阵营金属结构件绝大的老大，目前占据了行业将近 40%的份额。而且，比亚迪电子并没有止步于此，跟着智能手机结构件从塑料到金属，从金属到玻璃，从玻璃到陶瓷，从普通塑料到高级塑料，从普通金属加工到高级金属加工，比亚迪电子从来都是这些变化浪潮中走在最前面的那个。

比亚迪电子已经稳健的走过了 4G 周期，展望未来我们也对比亚迪电子保持乐观。我们相信比亚迪电子可以充分受惠于：1）中国手机品牌出海过程中提升组装业务的出货规模增长和利润改善，2）4G 智能手机向 5G 智能手机切换过程中带来结构件价值量的提升，3）以智能手机为中心向周边拓展的机会，包括智能穿戴、智能家居以及汽车电子。

比亚迪电子的稳健增长仍然会继续。我们预估，比亚迪电子有望在 2024 年达到 1000 亿人民币的规模，而未来 5 年的复合增速将达到 14.4%，甚至高于比亚迪电子之前 10 年的复合增速。

图表 166：比亚迪电子营收持续稳定增长



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

崛起中的 EMS 业务

● 手机组装出货量稳健成长推动 EMS 业务扩张

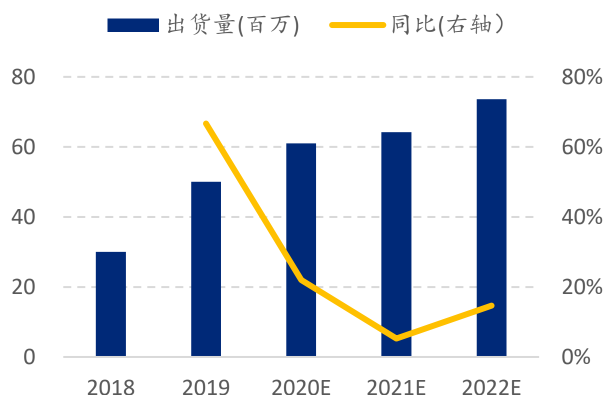
比亚迪电子的组装业务初期重点客户并不是如今的中国四大智能手机品牌。早期客户例如有联想，包括手机和电脑的组装。比亚迪电子的组装最初是巩固自身结构业务的策略之一。虽然此前组装业务的利润相对比较小，但是这个过程中，比亚迪电子锻炼了自身的制造能力。

在过去两年中，比亚迪电子开始深耕中国的智能手机品牌。其中，OPPO 和 vivo 都比较擅长在自家的工厂生产手机。因此，华为和小米成为了比亚迪电子重点攻克对象。如今，比亚迪电子的 EMS 业务（手机代工）已经成功的在华为和小米这两个品牌中打开了局面。

比亚迪电子智能手机出货量在 2018 年大约为 3000 万部，2019 成长到大约 5000 万部，今年比亚迪电子的组装出货量预计在 6000 万部。我们认为未来两年比亚迪电子 EMS 业务的成长动力来自于：1）通过印度建厂协助小米在印度当地的手机组装，2）继续增加华为份额，份额来自于由于美国 EMS 厂商伟创力在中美冲突背景下退出华为代工业务的空间，3）5G 智能手机售价提升带来的平均单价的提升。

另外，比亚迪电子也成功打入北美客户的平板电脑组装业务市场。而这部分业务也会贡献比亚迪电子 2020 年和 2021 年 EMS 收入的 20%和 30%。

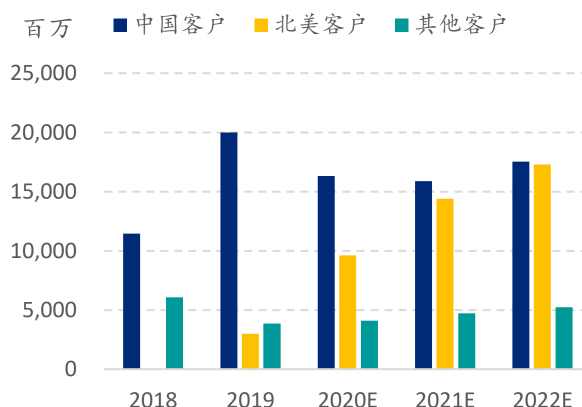
图表 167：比亚迪电子智能手机出货量



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 168：比亚迪电子组装业务收入按照客户地区拆分



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

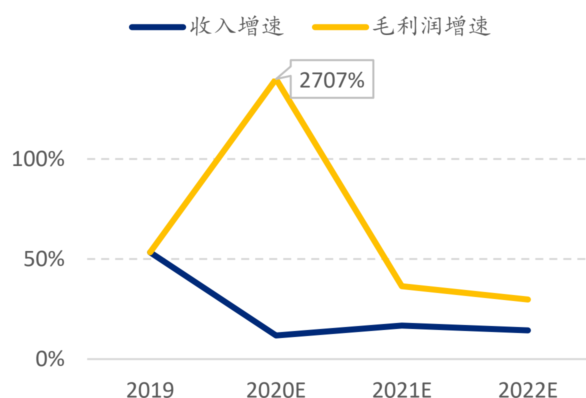
● EMS 规模效应带来的毛利率改善

比亚迪电子的 EMS 业务直至 2019 年，毛利水平贡献都可以认为是忽略不计。这主要是由于比亚迪电子的规模还不够大，无法体现规模效应导致的。但是，随着比亚迪电子策略性地和华为、小米这两家客户的深度绑定，比亚迪电子在这两年迅速做大了自己的组装规模。因此，这块业务的毛利率也可以从之前稍高于盈亏线的毛利率水平提升到今年的 2%-3%之间。而组装业务也将在今年贡献超过 8%毛利润。

未来两年，随着中国智能手机品牌规模的持续提升，比亚迪电子的安卓组装业务毛利率会持续改善，我们预计 2024 年毛利率达到 3.5%。另外，比亚迪电子在北美客户的组装业务也会在今年持续上量，而且北美客户的组装业务毛利率比安卓系客户要高一些。我们预计北美客户组装业务毛利率今年达到 3%，到 2024 年可以做到 5%。

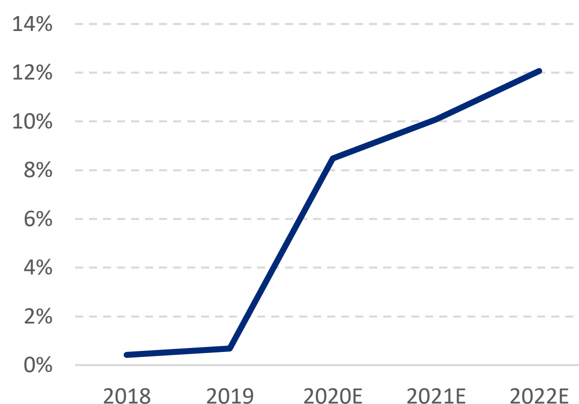
因此组装业务对毛利润的贡献，有望在今年超过 8%，并且对毛利润的贡献比例在未来持续上升。正因为盈利拐点的到来，我们也看好比亚迪电子在未来 5 年的发展。我们也认为明后两年毛利率进一步改善可以继续推动比亚迪电子估值的上升。

图表 169: 比亚迪电子组装业务收入增速和毛利润增速对比



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 170: 比亚迪电子组装对公司总毛利润贡献



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

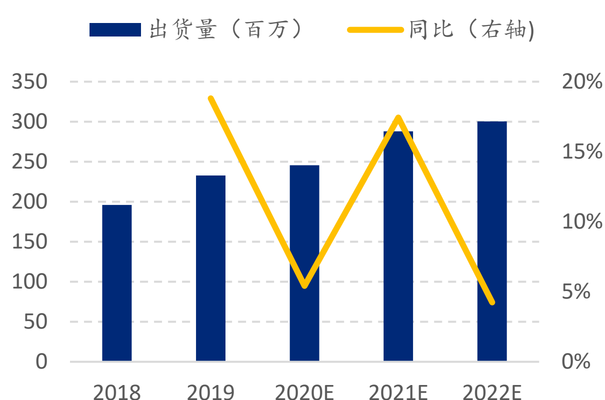
手机结构件份额持续提升

● 金属结构件：保持稳定

智能手机安卓阵营的金属结构件行业在 2015 年-2016 年是甜蜜时期，当时主要受惠于智能手机品牌跟随苹果的潮流，将智能手机背壳的材料从塑料向金属升级。当时金属结构件处于供不应求的阶段，因此行业利润也比较好。从 2017 年行业中金属 CNC（Computer Numerical Control，电脑数值控制）产能的释放，行业的竞争也迅速加剧，毛利率水平也开始回落。这个期间，比亚迪电子坚持做大自身规模，在主要客户，包括三星和中国品牌中，扩大份额。因此，也借助这个机会，把规模小的公司扫出了智能手机结构件行业。金属结构件也是比亚迪电子过去几年最重要的利润来源。

目前，我们估算，比亚迪电子在中国安卓智能手机金属结构件（背盖+中框）的份额大约在 40%。比亚迪在其最大的金属客户三星的份额大约在 40%，而在华为和小米的份额大约在 50%。长期看，由于头部集中效应的加剧，比亚迪电子金属结构件的出货量和份额还会有一定的上升空间，尽管份额提升空间不大。但是，鉴于明年整体智能手机出货量会在今年低基数的基础有较高的成长，因此预计明年比亚迪电子金属机壳出货量会有双位数的成长。

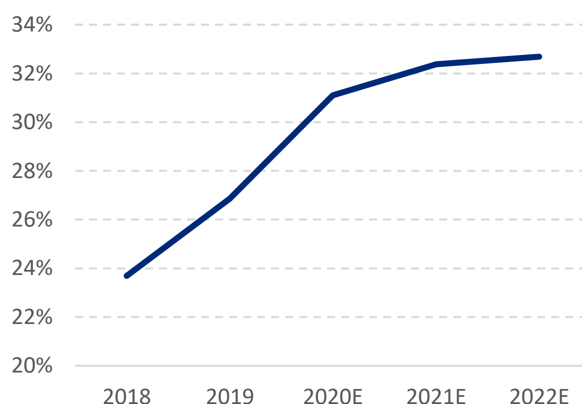
图表 171：比亚迪电子金属结构件出货量及预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 172：比亚迪电子金属结背盖及中框在安卓智能手机中的份额



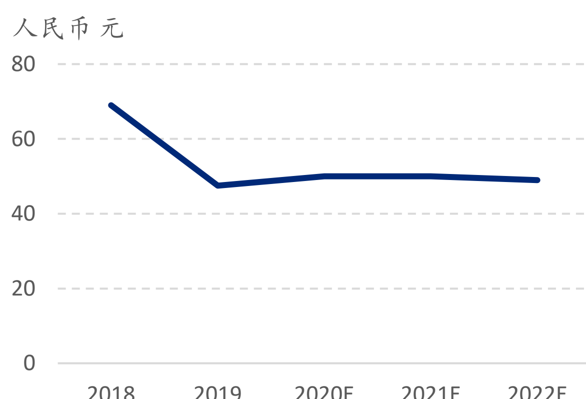
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

今明两年，智能手机的金属中框平均单价有望提升。这是由 5G 智能手机对于手机内部空间结构要求更高带来的单价的提升。我们预测今年中国品牌 5G 智能手机渗透率将达到 60%，这会帮助比亚迪电子今年的金属结构件平均单价的提升。未来两年随着 5G 手机数量和规模的上升，我们预计金属中框的单价会稳步逐年回落。

最后，比亚迪电子也正在非常积极地向非手机的产品的金属结构件拓展。我们预计 2020 年笔记本电脑以及可穿戴设备等贡献的金属结构收入占整个金属收入的 9%，未来两年这一比例会超过 10%。

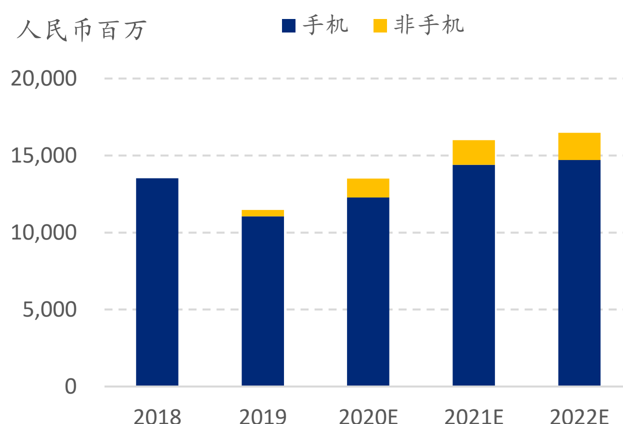
图表 173: 比亚迪电子金属结构件平均单价及预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 174: 比亚迪电子金属结构件收入按照手机和非手机拆分



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

● 玻璃和陶瓷结构件：高速增长

关于玻璃

从 2017 年下半年开始，中国智能手机品牌开始采用玻璃作为他们部分旗舰机型的后盖外观件的材料，而金属则开始从后盖向以中框形式作为支撑作用结构件进行转变。这其中主要原因在于玻璃后盖可以给予消费者带来不同于金属的视觉体验。因此，在 2018 年和 2019 年，玻璃后盖的在中国智能手机品牌的渗透率快速提升。2019 年，玻璃已经渗透进中国 1000 元档位的智能手机。我们认为 5G 时代玻璃后盖的渗透率会继续提升，主要原因是相比于金属，玻璃更加利于 5G 信号的传播。

目前，玻璃外观件行业中主要有三家公司。蓝思科技和伯恩光学是以智能手机的前盖板的龙头作为基础顺势进入玻璃后盖产品，而比亚迪电子则是从金属后盖做到了玻璃后盖。比亚迪电子作为玻璃材料的后进入者也在这两年迅速将玻璃产能扩充到了 70-80 万片/天，预计到今年年底有望将玻璃的产能扩充到 80-90 万片/天。

过去两年，玻璃外观件行业的竞争已经将很多小厂商扫出行业。这和金属结构件的行业竞争类似。因此，玻璃外观件的平均单价在 2019 年下降比较多，但是我们预计玻璃外观件的平均单价在今年将有所提升。因为今年竞争情况缓和，而且一些新的工艺，比如亚光工艺等，带动玻璃外观件的价值量提升。**玻璃收入的增长是今年比亚迪电子结构件收入成长的主要动力。**

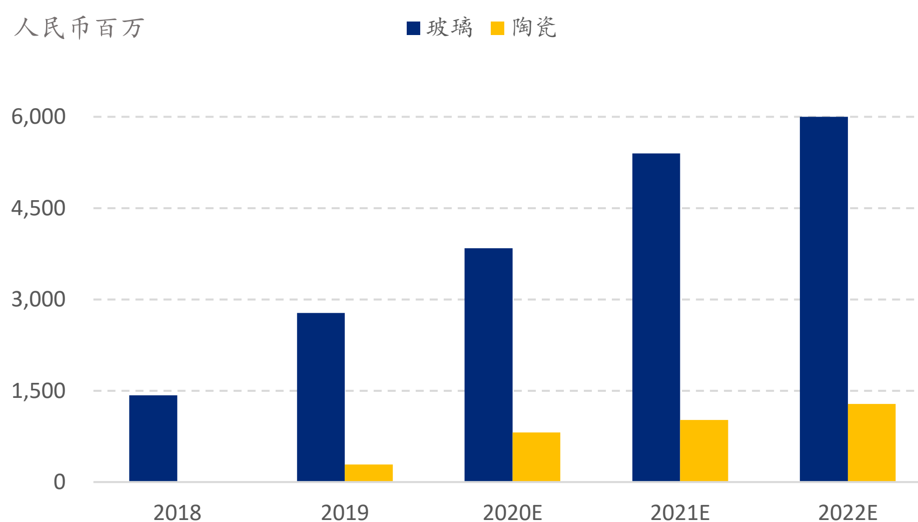
关于陶瓷

2016 年，小米发布全球第一款全面屏智能手机小米 MIX。在这款手机中小米采用陶瓷材料作为后盖。陶瓷材料因此成为市场上被热炒的话题。只是，受制于工艺、成本、规模量产等因素，陶瓷后盖在手机品牌旗舰高配版本外并没有大规模普及。

但是，陶瓷作为一种亲肤材料，在可穿戴设备，如智能手表中备受欢迎和使用。苹果在 2019 年发布的手表产品 Apple Watch 中就推出了陶瓷后盖的版本。受惠于此，比亚迪电子的陶瓷结构件也将步入快速增长通道。

比亚迪电子玻璃和陶瓷的总收入在去年大概是人民币 30 亿，预计今年可以成长到 40-50 亿之间。在 2021 年和 2022 年，玻璃和陶瓷总收入也将继续保持高速成长。我们预计增速将分别达到 38%和 13%。

图表 175：比亚迪电子玻璃和陶瓷营收以及预测按照玻璃和陶瓷拆分



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

以智能手机为中心向智能穿戴、汽车电子扩张

● 新型智能产品

我们在小米和传音的章节都有提到，智能手机是目前用户基数最大的电子产品。智能手机作为个人的计算中心可以很好的与可穿戴设备、智能家居等手机周边产品有一个很好的互动。因此，手机品牌有更好的机会把自家的手机周边产品传递给手机品牌用户。而比亚迪电子正是在手机品牌拓展这些产品的强力助手。比如，比亚迪电子就为小米生态链中的商米科技提供制造服务。

除了智能手机品牌以外，比亚迪电子已经将新型智能产品拓展到了其他品牌，包括 iRobot（扫地机器人）、 SONOS（诺思音箱）、大疆（无人机、运动相机）等。

我们预计比亚迪电子的新型智能产品收入将从去年的 60 亿人民币增长到今年的约 80 亿人民币。而且我们预测未来两年新型智能产品仍将保持 25-35%的增长。新型智能产品的收入占比也会逐步从 2020 年的 11%提升到 2022 年的 15%。

● 汽车智能系统

依托比亚迪集团的汽车整车业务，比亚迪电子也顺势进入汽车电子领域。比亚迪电子可以为汽车品牌厂商供应车用资讯娱乐系统（infotainment）、车用 5G 通讯模块等汽车电子产品。目前，母公司比亚迪股份贡献约 60%的汽车智能系统收入。比亚迪电子也正在积极拓展比亚迪以外的汽车领域客户，目前已经进入的客户包括大陆、哈曼等。

相对来说，汽车电子产品认证周期更长，并且受到今年疫情影响，因而预计今年汽车电子增长速度将慢于新型智能产品的增长。未来随着比亚迪电子对于其他汽车品牌的拓展以及车载电子系统渗透率的增加，我们对比亚迪电子这块业务的长期增长保持信心。我们预计新型智能产品与汽车智能系统在 2020 年会为比亚迪电子贡献近人民币 200 亿收入。

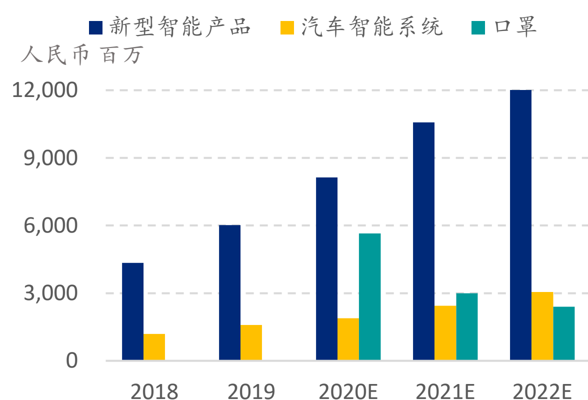
● 口罩业务

应对今年年初新冠疫情带来的口罩需求，比亚迪电子行动非常迅速。在 2 月份新冠疫情暴发初期，比亚迪电子凭借强大的制造能力，在短时间内完成口罩机的设计和制造。在 3 月海外疫情暴发后，也开始向海外出口口罩。因此，今年上半年比亚迪电子口罩收入约 85 亿人民币。

比亚迪电子已经将医疗器械作为公司长期发展的方向，只是医疗相关产品客户认证周期比汽车电子更加长，因而我们预计医疗产品方向将在中长期为比亚迪电子提供增长动力。

按照目前海外疫情所处的状态看，我们预计今年口罩收入会占到全年收入的 20%，并假设明后年，随着疫情在全球缓和，口罩收入会在今年的基础上逐季逐年下降。

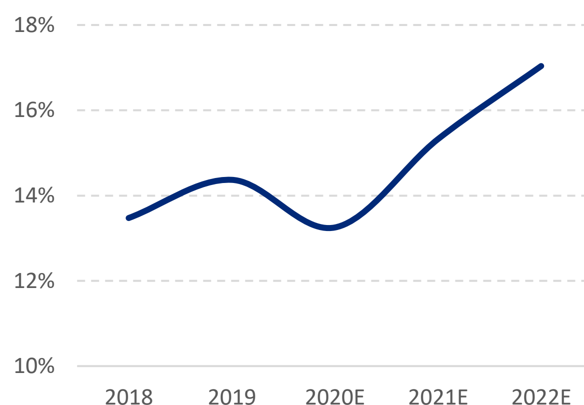
图表 176: 比亚迪电子新型智能产品与汽车智能系统收入按业务拆分



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 177: 比亚迪电子新型智能产品与汽车智能系统收入在总收入中占比



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

竞争格局

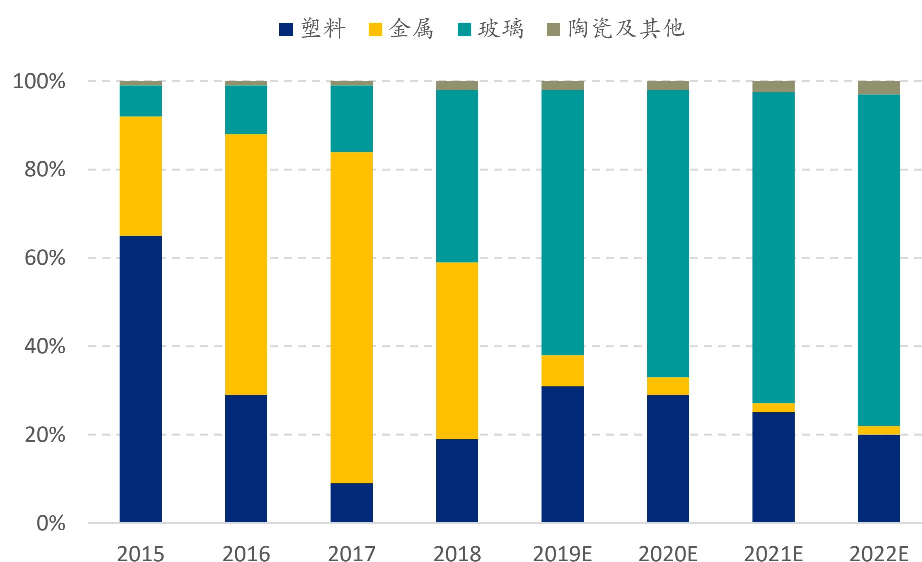
问题一：比亚迪电子如何在玻璃后盖中和传统玻璃盖板大厂蓝思和伯恩竞争？

首先，我们可以看到中国智能手机后盖材料中，玻璃的渗透率从2018年开始急剧提升。我们预计在未来两年玻璃在后盖中的比例依然有提升空间，尽管渗透速度已经明显减缓。因此，这给与行业中的三名头部玩家一定的成长空间。

其次，比亚迪电子凭借自己的EMS组装业务可以确保玻璃后盖的稳定订单。EMS业务是比亚迪电子结构件业务的有力保障。另外，比亚迪电子自身的塑料、金属结构件能力的多年积累也是比蓝思和伯恩优秀的地方。

最后，从客户的角度来说，手机品牌也愿意引入第三家新进入者来确定供应的稳定和适度的竞争。在小玩家陆续退出市场之后，我们判断头部的三位玩家会保持相对稳定的份额。

图表 178：中国智能手机后盖材料占比



E = 浦银国际预测

资料来源：Strategy Analytics、浦银国际

问题二：上图中，金属材质在后盖中的比例缩水非常严重，是否会加剧金属结构件的竞争？

首先，虽然随着 5G 时代的到来，玻璃和塑料材质会更有利于智能手机 5G 信号的传输，因此金属作为后盖这种材质会迅速减少。但是，玻璃后盖无法提供足够的支撑作用，因此金属作为中框结构件依然会存在于 5G 智能手机中。而且因为 5G 手机对于机身空间等要求的提升，反而可以带来金属中框价值量的提升。因此，虽然金属后盖比例减少，但是金属中框比例增加。金属结构件在智能手机中的价值量不会断崖式下降，在高端旗舰机型中，金属的价值量反而会上升。这对于比亚迪电子是利好。

其次，比较小的金属玩家的陆续退出智能手机市场，也给与比亚迪电子一定的空间。我们认为行业竞争最激烈的时间已经过去了。未来两年在金属结构件的竞争会保持相对缓和的状态。

财务分析与预测

图表 179：比亚迪电子财务模型主要假设

比亚迪电子主要假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
组装业务收入（人民币百万）					
智能手机	14,505	20,847	17,420	17,629	19,758
平板和笔记本电脑	3,000	6,000	12,600	17,400	20,280
组装业务收入合计	**17,505**	**26,847**	**30,020**	**35,029**	**40,038**
组装业务收入增速					
智能手机		44%	-16%	1%	12%
平板和笔记本电脑		100%	110%	38%	17%
组装业务整体收入同比增长		**53%**	**12%**	**17%**	**14%**
组装业务毛利润（人民币百万）					
智能手机	15	21	436	494	613
平板和笔记本电脑	3	6	318	534	721
组装业务整体毛利润	**18**	**27**	**754**	**1,028**	**1,334**
组装业务毛利率					
智能手机	0.1%	0.1%	2.5%	2.8%	3.1%
平板和笔记本电脑	0.1%	0.1%	2.5%	3.1%	3.6%
组装业务整体毛利率	**0.1%**	**0.1%**	**2.5%**	**2.9%**	**3.3%**
手机后盖业务收入（人民币百万）					
金属	13,519	11,457	11,658	13,458	13,850
塑料	3,069	4,038	4,233	4,627	4,869
玻璃	1,424	2,777	3,840	5,400	6,000
陶瓷	-	290	813	1,021	1,281
手机后盖业务整体收入	**18,012**	**18,562**	**20,544**	**24,507**	**26,000**
手机后盖业务收入增速					
金属		-15%	2%	15%	3%
塑料		32%	5%	9%	5%
玻璃		95%	38%	41%	11%
陶瓷		0%	180%	26%	25%
手机后盖业务整体收入增速		**3%**	**11%**	**19%**	**6%**
手机后盖业务毛利润（人民币百万）					
金属	2,704	2,177	2,506	2,826	2,839
塑料	338	404	445	486	511
玻璃	114	333	960	1,339	1,476
陶瓷	-	1	73	153	231
手机后盖业务整体毛利润	**3,155**	**2,915**	**3,984**	**4,804**	**5,057**
手机后盖业务毛利率					
金属	20%	19%	22%	21%	21%
塑料	11%	10%	11%	11%	11%
玻璃	8%	12%	25%	25%	25%
陶瓷	0%	1%	9%	15%	18%
手机后盖业务整体毛利率	**18%**	**16%**	**19%**	**20%**	**19%**

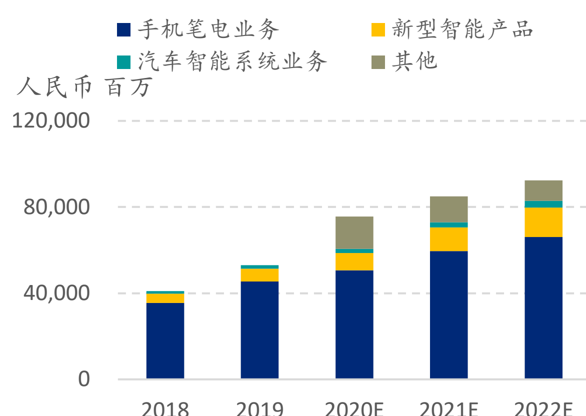
E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

对于比亚电子来说，EMS 业务规模放量会带来收入增长。而且随着规模提升带动组装业务的毛利率提升也会显著的贡献利润。这是比亚迪电子未来两年的成长动力之一。配合结构件业务，我们看好比亚迪电子作为国内本土 EMS 龙头向着富士康的地位发展和靠近。

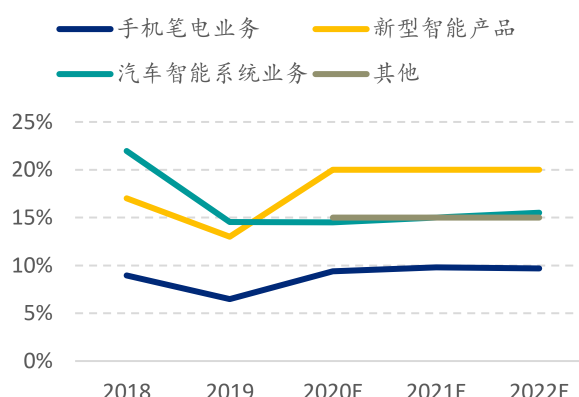
我们预计比亚迪电子的收入在 2020 和 2021 年将保持 43%和 12%的同比增长。比亚迪电子的毛利率也将从 2019 年低点的 7.5%提升到未来三年的 12%附近。

图表 180：比亚迪电子收入按产品拆分



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 181：比亚迪电子毛利率比例按产品拆分

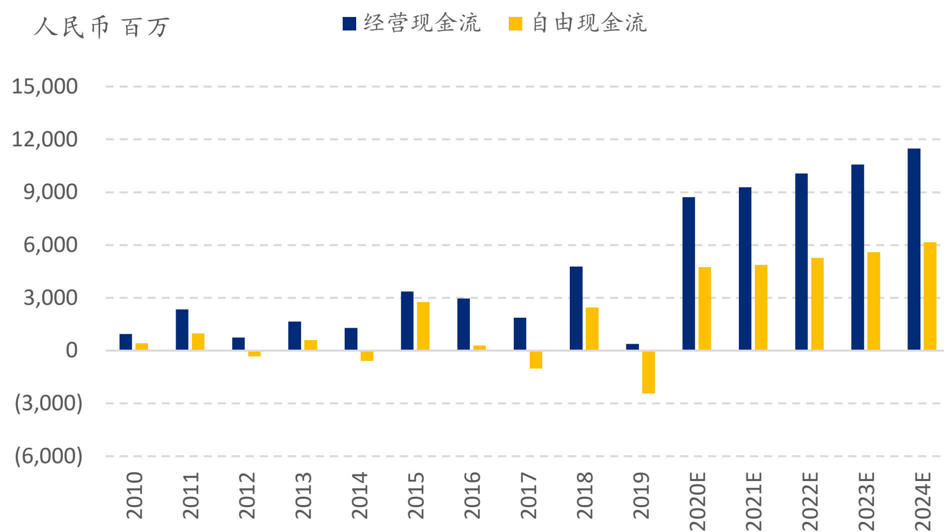


E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

随着规模效应体现，我们预计比亚迪电子的销售费用率也会在未来三年保持在 5%水平。在 2020 年、2021 年和 2022 年，我们预测比亚迪电子的净利润将同比增长 212%、19%和 9%。比亚迪电子的 2021 年和 2022 年利润增速在我们首次覆盖的四家公司中偏低，主要是考虑未来比亚迪电子的口罩收入逐步下降。但是，比亚迪电子的核心业务将保持较快增长。

比亚迪电子是一家稳健的公司。经营性现金流在过去 10 年中都能保持流入。这也是比亚迪电子在过去 10 年可以持续扩张的基础保障。从自由现金流来看（free cash flow），过去五年中，只有在 2017 年金属 CNC 扩张期和 2019 年组装业务扩张期为负值，过去十年的其余时间都保持健康的自由现金净流入（见下图）。所以，未来两年也将会是比亚迪电子在 2019 年投入和扩张之后的收获期。

图表 182：比亚迪电子经营性现金流和自由现金流及预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

风险提示

1. 美国对华为出口限制持续升级，导致华为智能手机出货量在下半年和明年快速下滑；

2. 组装业务毛利率爬坡慢于预期；

3. 金属和玻璃结构件毛利率受到激烈竞争的影响而下滑，拖累公司净利润的持续增长；

4. 汽车市场需求减弱导致比亚迪电子汽车智能系统增长乏力。

估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法。我们假设比亚迪电子 2025 年-2030 年的成长率从 6%逐渐下降为 4%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 13.9%。其他基本假设可以参考下方表格。我们得到 40 港元的目标价，潜在上升空间 22%，首予“买入”评级。

图表 183：比亚迪电子 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.25	债务成本	10.0%
无风险利率	1.8%	债务股本比	0%
股权风险溢价	8.9%	所得税率	6.1%
国家风险溢价	1.0%		
股本成本	13.9%	**WACC**	**13.9%**

资料来源：浦银国际预测

图表 184：比亚迪电子自由现金流预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031往后
营业收入	75,579	84,962	92,422	96,698	103,970	110,209	115,719	121,505	126,851	132,306	137,598	
营收增速	*43%*	*12%*	*9%*	*5%*	*8%*	*6%*	*5%*	*5%*	*4%*	*4%*	*4%*	
经营利润	4,875	5,854	6,370	6,686	7,227	7,661	8,044	8,446	8,818	9,197	9,565	
经营利润率	6.5%	6.9%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
加：折旧及摊销	2,639	2,971	3,344	3,719	4,053	4,297	4,511	4,737	4,945	5,158	5,364	
EBITDA	7,514	8,825	9,714	10,405	11,281	11,958	12,556	13,183	13,763	14,355	14,929	
EBITDA率	*9.9%*	*10.4%*	*10.5%*	*10.8%*	*10.9%*	*10.9%*	*10.9%*	*10.9%*	*10.9%*	*10.9%*	*10.9%*	
减：所得税	(493)	(546)	(553)	(578)	(621)	(689)	(758)	(834)	(912)	(997)	(1087)	
资本支出	(3,879)	(4,361)	(4,743)	(4,963)	(5,336)	(5,923)	(6,515)	(7,167)	(7,841)	(8,570)	(9,341)	
资本支出占营收比	*5.1%*	*5.1%*	*5.1%*	*5.1%*	*5.1%*	*5.4%*	*5.6%*	*5.9%*	*6.2%*	*6.5%*	*6.8%*	
净营运资本变动	1,107	407	298	143	215	205	194	183	172	162	151	
自由现金流	4,249	4,326	4,715	5,007	5,539	5,550	5,476	5,366	5,182	4,950	4,653	
永续增长率												*3.0%*
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	终值
	4,249	3,798	3,634	3,388	3,290	2,895	2,507	2,157	1,829	1,534	1,266	43,944

资料来源：浦银国际预测

图表 185：比亚迪电子 DCF 估值预测

WACC	自由现金流值（人民币百万）	企业价值（百万）	净现金（百万）	权益价值（百万）	股数（百万）	每股价值（人民币元）	每股价值（港元）
13.9%	74,491	74,491	6,197	80,688	2,253	35.8	40.0

资料来源：浦银国际预测

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

我们预测公司 2021 年和 2022 年的 EPS（每股净利润）为 2.62 人民币和 2.85 人民币。比亚迪电子的 12 个月目标价为 40 港币，对应 14x 的 2021 年市盈率和 13x 的 2022 年市盈率，相较于港股和 A 股的科技硬件公司有较大的折价。

未来随着比亚迪电子利润率的改善以及业绩增速加速，我们认为比亚迪电子的估值有望进一步上升。

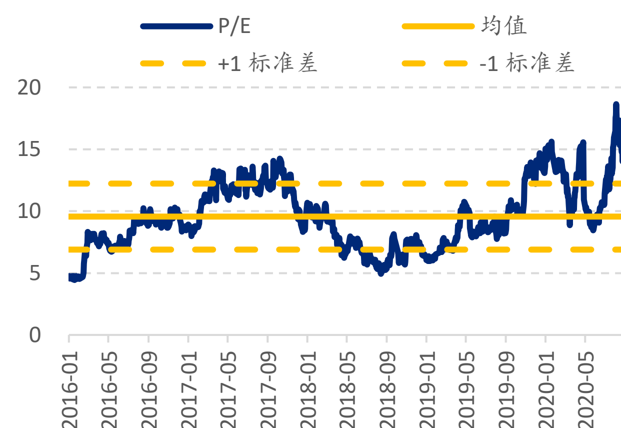
图表 186：比亚迪电子可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动年初至今（%）	EPS同比增长			P/E（市盈率）			P/B（市净率）		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
手机代工													
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
2317 TT Equity	鸿海	36,255	76.9	-15.3	-11%	23%	11%	10.4	8.5	7.6	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	56,088	55.0	95.9	50%	40%	26%	54.2	38.7	30.8	13.5	10.2	7.8
4938 TT Equity	和硕	5,549	62.5	-8.6	-13%	-1%	4%	9.7	9.8	9.4	1.0	1.0	0.9
FLEX US Equity	伟创力	5,440	10.9	-13.9	539%	-2%	17%	9.4	9.6	8.2	1.9	1.7	1.6
2038 HK Equity	富智康	942	0.9	-41.1	567%	-190%	11%	NA	12.8	11.5	0.5	0.5	0.5
平均								23.7	18.4	15.6	3.8	3.1	2.6
结构件													
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3
698 HK Equity	通达集团	380	0.46	-53.1	-15%	49%	15%	8.6	5.8	5.0	0.5	0.5	0.4
300433 CH Equity	蓝思科技	22,097	34.5	149.8	57%	25%	25%	35.4	28.3	22.7	5.5	4.7	4.0
2474 TT Equity	可成	5,193	200.5	-11.7	48%	-8%	2%	9.3	10.1	9.9	1.0	0.9	0.9
2354 TT Equity	富士康	2,511	52.2	-21.1	-1%	9%	3%	10.4	9.6	9.4	0.6	0.6	0.5
300115 CH Equity	长盈精密	3,223	24.3	36.4	531%	41%	34%	41.3	29.4	22.0	4.6	4.0	3.4
平均								19.7	15.7	13.2	2.5	2.2	1.9
手机品牌													
1810 HK Equity	小米	73,101	23.5	118.0	20%	52%	24%	41.2	27.1	21.9	5.4	4.7	4.0
005930 KS Equity	三星	271,727	54,000	-3.2	16%	39%	12%	14.7	10.6	9.5	1.3	1.2	1.1
AAPL US Equity	苹果	2,134,525	499.2	70.0	1%	17%	10%	38.7	33.1	29.7	34.6	51.0	105.2
688036 CH Equity	传音控股	13,052	111.7	144.9	20%	26%	16%	41.4	32.9	28.3	8.9	7.4	6.1
平均								34.0	25.9	22.3	12.6	16.1	29.1

注：小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测，其余公司为 Bloomberg 一致预测，数据截至 2020 年 8 月 31 日

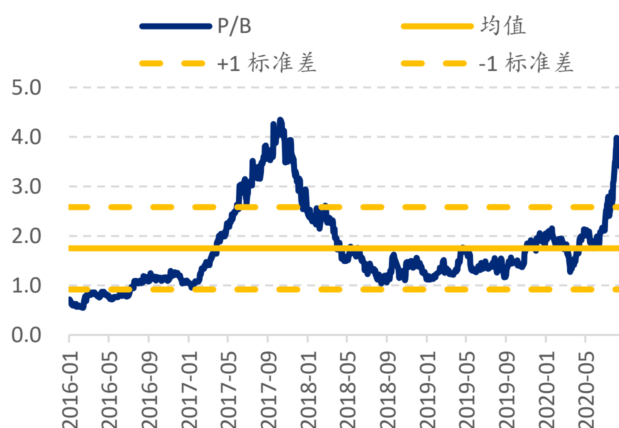
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 187：比亚迪电子历史市盈率：历史均值 9.6



资料来源：Wind、浦银国际

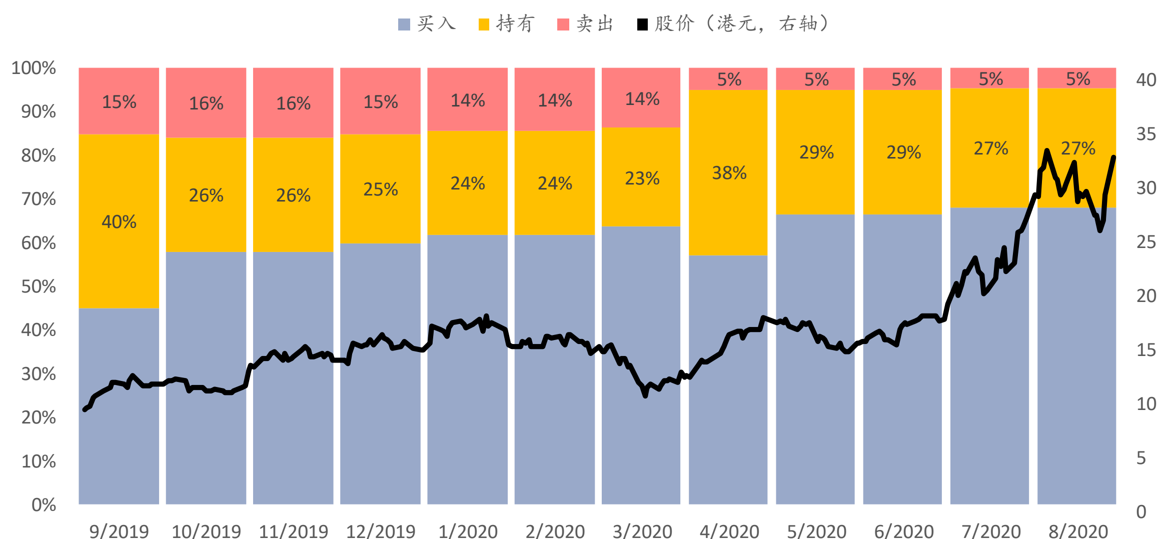
图表 188：比亚迪电子历史市净率：历史均值 1.7



资料来源：Wind、浦银国际

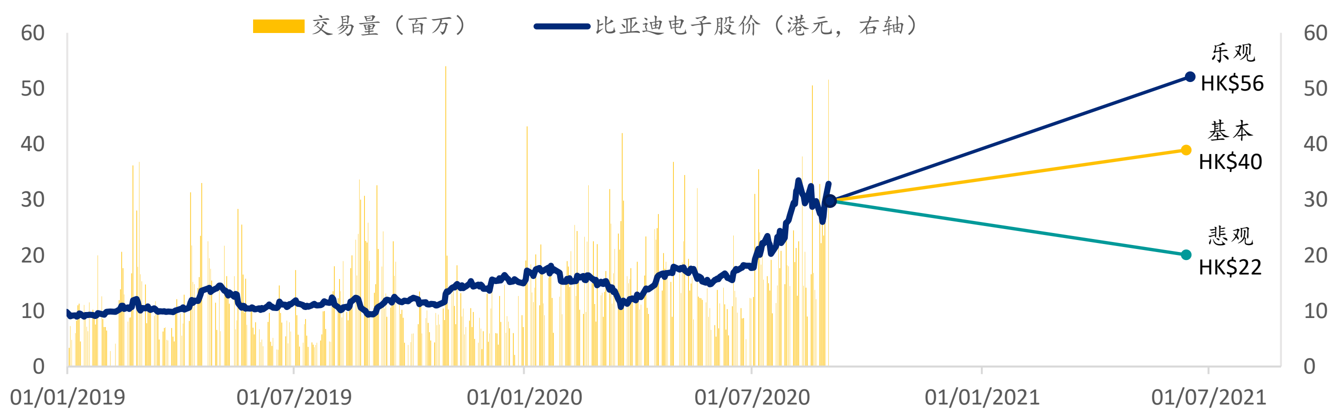
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 189：比亚迪电子市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 190：比亚迪电子 SPDBI 情景假设



乐观情景	悲观情景
目标价：56 港元，对应 16x 2021 年 EPS	目标价：22 港元，对应 10x 2021 年 EPS
• 中国智能手机品牌海外拓展速度快于预期，带动比亚迪电子 EMS 手机出货快速增长 • 组装业务的毛利率提升快于预期，带动利润增速高于收入增速 • 竞争缓和促进结构件业务利润回升 • 新型智能产品、汽车智能系统、口罩业务增速高于预期	• 国内外疫情反复拖累智能手机和汽车需求，进而导致 EMS 业务、结构业务、汽车智能系统增速减缓 • 组装业务毛利率提升速度比较慢，贡献毛利率比例比较小 • 结构件业务竞争依然保持激烈，毛利率有所下滑

资料来源：浦银国际预测

公司背景

比亚迪电子（国际）有限公司（股票代码：00285.HK）是比亚迪股份有限公司的控股子公司，于二零零七年六月十四日在香港注册成立。

比亚迪电子（国际）有限公司是全球领先的智能产品解决方案提供商，为全球知名移动智能终端品牌厂商提供研发、设计、制造、物流、售后等全面的产品解决方案。比亚迪电子业务目前包括智能手机和笔记本电脑（金属、玻璃、陶瓷、复合板材等全系列结构件及整机设计制造）、新型智能产品（物联网、智能家居、智能工业、智能商业、游戏等领域的产品）及汽车智能系统（多媒体车机、智能网联系统、通讯模块、传感器模组等）三大领域。

比亚迪股份为比亚迪电子最大股东，持股占比超过 65%。

图表 191: 比亚迪电子部分高管团队

姓名	职位	履历
王念强	行政总裁兼执行董事	曾任安徽铜陵有色金属公司研究院工程师； 于一九九五年二月加入深圳市比亚迪实业担任总工程师； 于二零一五年四月加入本集团，现任本公司行政总裁兼执行董事，并担任比亚迪慈善基金会理事
江向荣	执行董事	一九九九年七月加入比亚迪实业，历任第一事业部精密金属制品工厂厂长、电子事业群技术开发中心总经理兼第一事业部副总经理； 现任本公司执行董事，并担任比亚迪第一事业部总经理兼电子事业群COO，负责第一事业部整体运营及比亚迪结构件业务（金属、玻璃、陶瓷、塑料）的模具、项目开发、制造及相关新技术、新材料的研发
董格宁	ICT 事业部总经理	曾于湛江农垦第二机械厂先后担任工程师、厂长等职，并于富士康国际（控股）有限公司从事产品开发工作； 二零零三年三月加入比亚迪，现担任本集团 ICT 事业部总经理
周亚琳	财务总监	一九九九年三月加入比亚迪实业，于二零一六年一月起获委任本公司财务总监
李黔	联席公司秘书	曾于普华永道会计师事务所、安达信会计师事务所分别担任核数师及业务顾问，并于中兴通讯股份有限公司担任证券事务代表； 二零零五年八月加入比亚迪，于二零零七年十一月起获委任本公司的联席公司秘书之一
张汉云	联席公司秘书	为香港会计师公会会员； 曾于多家香港上市公司任职，并曾任本公司合资格会计师； 二零零七年六月加入本集团，现任本公司联席公司秘书之一

资料来源：公司官网、浦银国际

财务报表

图表 192: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**41,047**	**53,028**	**75,579**	**84,962**	**92,422**
销货成本	(36,875)	(49,071)	(66,692)	(74,767)	(81,372)
毛利润	**4,172**	**3,957**	**8,887**	**10,195**	**11,050**
经营支出	**(2,354)**	**(2,964)**	**(4,012)**	**(4,341)**	**(4,680)**
销售费用	(229)	(2,088)	(2,942)	(3,114)	(3,337)
管理费用	(536)	(257)	(320)	(368)	(402)
研发费用	(1,589)	(619)	(750)	(858)	(941)
经营利润	**1,818**	**994**	**4,875**	**5,854**	**6,370**
非经营收入	**718**	**703**	**597**	**597**	**597**
财务费用	-	(31)	(45)	(45)	(45)
政府补贴	287	237	158	158	158
其他费用	430	497	485	485	485
税前利润	**2,536**	**1,696**	**5,472**	**6,452**	**6,967**
税务费用	(347)	(99)	(493)	(546)	(553)
税后利润含少数股东权益	**2,189**	**1,598**	**4,980**	**5,906**	**6,414**
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	**2,189**	**1,598**	**4,980**	**5,906**	**6,414**
基本股数（百万）	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
摊销股数（百万）	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
基本EPS（元）	**0.97**	**0.71**	**2.21**	**2.62**	**2.85**
摊销EPS（元）	**0.97**	**0.71**	**2.21**	**2.62**	**2.85**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 193: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,741	1,651	6,177	10,100	14,227
受限制资金	-	20	20	20	20
应收账款和应收票据	7,209	9,567	13,636	15,329	16,675
存货	4,768	5,401	3,974	3,545	3,257
其他流动负债	371	443	631	709	772
流动资产合计	**17,089**	**17,082**	**24,438**	**29,703**	**34,951**
物业、厂房及设备	7,634	9,801	11,046	12,438	13,839
土地使用权	381	-	-	-	-
无形资产	14	11	5	3	1
其他非流动资产	933	1,133	1,133	1,133	1,133
总资产	**26,051**	**28,027**	**36,622**	**43,278**	**49,925**
短期借贷	-	-	-	-	-
应付账款和应付票据	7,892	7,340	9,976	11,183	12,171
其他流动负债	2,170	3,059	4,360	4,901	5,331
流动负债合计	**10,062**	**10,399**	**14,335**	**16,084**	**17,503**
其他负债	164	639	639	639	639
总负债	**10,226**	**11,038**	**14,974**	**16,723**	**18,141**
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
储备	11,773	12,937	17,596	22,502	27,731
股东权益总额	**15,825**	**16,989**	**21,648**	**26,555**	**31,783**
负债和股东权益合计	**26,051**	**28,027**	**36,622**	**43,278**	**49,925**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 194: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4,781**	**379**	**8,726**	**9,284**	**10,056**
税前利润	2,536	1,696	5,472	6,452	6,967
折旧	1,918	2,051	2,634	2,968	3,342
摊销	8	7	6	3	1
其他营业活动现金流	(344)	(586)	45	45	45
营运资金变动	**986**	**(2,766)**	**1,107**	**407**	**298**
应收账款减少（增加）	1,203	(2,373)	(4,069)	(1,693)	(1,346)
库存减少（增加）	(202)	(658)	1,427	429	288
应付账款增加（减少）	(866)	(909)	2,636	1,208	988
其他经营资金变动	851	1,174	1,113	463	368
税务费用	(374)	(77)	(493)	(546)	(553)
利息收入（支出）	51	54	(45)	(45)	(45)
投资活动现金流	**(2,292)**	**(2,852)**	**(3,879)**	**(4,361)**	**(4,743)**
资本支出	(2,276)	(2,722)	(3,879)	(4,361)	(4,743)
长期投资	3	(4)	-	-	-
银行存款增加	0	(20)	-	-	-
其他投资活动现金流	(19)	(106)	-	-	-
融资活动现金流	**(561)**	**(623)**	**(321)**	**(1,000)**	**(1,186)**
借款	-	-	-	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(518)	(439)	(321)	(1,000)	(1,186)
其他融资活动现金流	(43)	(184)	-	-	-
外汇损益	(9)	6	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**1,919**	**(3,091)**	**4,526**	**3,924**	**4,127**
期初现金及现金等价物	**2,822**	**4,741**	**1,651**	**6,177**	**10,100**
期末现金及现金等价物	**4,741**	**1,651**	**6,177**	**10,100**	**14,227**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

闻泰科技（600745.CH）首次覆盖：双翼齐飞

我们首次覆盖闻泰科技（600745.CH），首予买入评级，12 个月目标价为 190 人民币，潜在升幅 38%。

- **中国 ODM 龙头：**不管是过去还是未来，中国的 ODM 行业都可以保持高于全球智能手机行业增速。这主要得益于中国智能手机品牌海外扩张带来的增长以及手机品牌委外 ODM 机型比例增加。首先，闻泰作为中国 ODM 厂商的龙头有比较强的业务拓展能力，可以争取到新的 ODM 客户订单。因而闻泰的手机出货量也可以保持较高的增长。我们预计 2021 年和 2022 年，闻泰手机出货量将同比增长 13%和 16%。其次，随着 5G 智能手机开始向中低端渗透，闻泰的 ODM 手机平均单价也会随之提升。5G 手机相对于 4G 有 20-25%的价格提升。我们相信闻泰可以受惠于 5G 周期到来的手机量价齐升的趋势。最后，手机品牌厂商委外 ODM 厂商物料采购比例的增加，也帮助闻泰提升单机利润。闻泰的毛利率未来也有进一步提升的空间。

- **收购安世半导体，进军半导体行业：**闻泰收购的安世半导体是国内稀缺的功率半导体器件标的。目前，安世半导体约 40%的收入来自于车规级功率器件。闻泰可以帮安世半导体拓展的方向包括：1）国内的功率器件市场，包括车用、电网等，2）消费电子，即中国手机品牌，功率器件，3）国内晶圆厂扩产。因此，我们预计安世半导体的收入在 2021 年和 2022 年有 20%和 15%的同比增长。长期展望，安世半导体已经向第三代功率器件材料 GaN 和 SiC 投入研发，有望继续拓展车规级功率器件的市场空间。

- **估值：**我们采用 DCF 估值法对公司进行估值。我们的 12 个月目标价为 190 人民币，对应 2021 年和 2022 年 P/E 为 53.1x 和 43.5x。这个目标价分别对应：1）ODM 业务 42x 的 2021 年 EPS，略高于 A 股电子类股票的平均；2）半导体业务 75x 的 2021 年 EPS，与目前 A 股半导体股票均值持平。

- **投资风险：**国内外疫情反复拖累智能手机和汽车需求恢复，进而导致闻泰科技的手机业务和汽车半导体业务收入增速降低。闻泰需要比较久的时间来消化安世半导体的收入，因而导致安世半导体业务拓展进度较慢。ODM 头部厂商竞争加剧拖累闻泰毛利率的改善。

图表 195：盈利预测和财务指标 2018-2022E

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	17,335	41,578	63,604	74,597	86,733
总收入同比增速	2%	140%	53%	17%	16%
净利润	61	1,254	3,604	4,455	5,439
净利润同比增速	-81%	1954%	188%	24%	22%
目标 PE（X）		108.0	62.4	53.1	43.5
目标 PB（X）		6.3	9.6	9.0	7.9

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

评级　买入

目标价（人民币）	190
潜在升幅/降幅	38%
目前股价（人民币）	138.1
52 周内股价区间（人民币）	45.3-171.9
总市值（百万人民币）	171,876
近 90 日日均成交额（百万人民币）	3,099

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**17,335**	**41,578**	**63,604**	**74,597**	**86,733**
销货成本	(15,764)	(37,286)	(54,184)	(63,358)	(73,629)
毛利润	**1,571**	**4,292**	**9,421**	**11,240**	**13,105**
经营支出	**(1,178)**	**(2,419)**	**(4,306)**	**(5,046)**	**(5,814)**
销售费用	(151)	(484)	(1,037)	(1,227)	(1,412)
管理费用	(295)	(615)	(1,279)	(1,501)	(1,729)
研发费用	(732)	(1,320)	(1,990)	(2,318)	(2,673)
经营利润	**393**	**1,873**	**5,115**	**6,194**	**7,291**
非经营收入	(329)	(400)	(803)	(914)	(1,035)
财务费用	(212)	(556)	(851)	(998)	(1,160)
投资收益	(10)	564	564	564	564
其他	(107)	(408)	(515)	(480)	(438)
税前利润	**64**	**1,473**	**4,312**	**5,280**	**6,256**
税务费用	8	(94)	(548)	(670)	(785)
税后利润含少数股东权益	**72**	**1,379**	**3,763**	**4,609**	**5,471**
少数股东权益	11	126	159	154	32
净利润	**61**	**1,254**	**3,604**	**4,455**	**5,439**
基本股数（百万）	637	712	1,184	1,245	1,245
摊销股数（百万）	637	712	1,184	1,245	1,245
基本EPS（元）	**0.10**	**1.76**	**3.04**	**3.58**	**4.37**
摊销EPS（元）	**0.10**	**1.76**	**3.04**	**3.58**	**4.37**

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金和受限制现金	1,903	7,714	20,710	32,304	41,863
短期投资	2,867	1,947	2,979	3,494	4,062
应收账款和应收票据	5,088	14,022	21,450	25,157	29,250
存货	1,625	5,678	8,251	9,648	11,212
其他流动负债	340	1,462	2,237	2,623	3,050
流动资产合计	**11,824**	**30,823**	**55,626**	**73,227**	**89,437**
物业、厂房及设备	577	5,605	3,561	2,599	2,145
无形资产	461	4,075	1,019	255	64
商誉	1,300	22,697	22,697	22,697	22,697
长期股权投资	1,176	42	65	76	88
其他资产	1,604	1,888	1,888	1,888	1,888
总资产	**16,942**	**65,132**	**84,857**	**100,741**	**116,320**
短期借款	2,000	2,778	7,242	13,070	17,205
应付账款和应付票据	8,088	21,693	31,524	36,862	42,837
其他流动负债	3,043	6,598	10,093	11,837	13,763
流动负债	**13,131**	**31,069**	**48,859**	**61,768**	**73,805**
长期债款	-	11,306	11,306	11,306	11,306
其他负债	80	1,335	1,335	1,335	1,335
总负债	**13,211**	**43,710**	**61,500**	**74,409**	**86,446**
股本	637	1,124	1,124	1,124	1,124
储备	2,382	18,269	21,179	23,640	26,613
少数股东权益	136	233	233	233	233
其他股东权益	576	1,797	821	1,336	1,904
股东权益总额	**3,731**	**21,422**	**23,357**	**26,332**	**29,874**
负债和股东权益总计	**16,942**	**65,132**	**84,857**	**100,741**	**116,320**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3,272**	**4,620**	**12,176**	**8,694**	**8,823**
税前利润	64	1,473	4,312	5,280	6,256
折旧	130	305	2,965	1,884	1,375
摊销	198	346	3,057	764	191
其他营业活动现金流	(949)	378	(1,010)	(1,152)	(1,192)
营运资金变动	**4,344**	**3,051**	**2,550**	**1,591**	**1,818**
应收账款减少（增加）	(2,417)	(8,934)	(7,428)	(3,707)	(4,093)
库存减少（增加）	1,561	(4,053)	(2,573)	(1,397)	(1,564)
应付账款增加（减少）	3,877	13,605	9,831	5,337	5,976
其他经营资金变动	1,323	2,432	2,720	1,358	1,499
税务费用	(296)	(335)	(548)	(670)	(785)
利息收入（支出）	(218)	(598)	851	998	1,160
投资活动现金流	**(1,639)**	**(12,304)**	**(944)**	**(932)**	**(934)**
资本支出	(175)	(921)	(921)	(921)	(921)
取得或购买长期投资	(328)	(11,245)	(22)	(11)	(12)
其他投资活动现金流	(1,135)	(139)	-	-	-
融资活动现金流	**(1,424)**	**13,722**	**3,770**	**3,833**	**1,669**
借款	(496)	8,265	4,464	5,828	4,135
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(182)	(406)	(694)	(1,995)	(2,466)
其他融资活动现金流	(746)	5,863	-	-	-
外汇损益	(46)	(17)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**163**	**6,021**	**15,003**	**11,595**	**9,559**
期初现金及现金等价物	**253**	**416**	**5,707**	**20,710**	**32,304**
期末现金及现金等价物	**416**	**5,707**	**20,710**	**32,304**	**41,863**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速%					
营业收入增速	2.5%	139.8%	53.0%	17.3%	16.3%
毛利润增速	3.5%	173.2%	119.5%	19.3%	16.6%
营业利润增速	-30.1%	376.7%	173.0%	21.1%	17.7%
净利润增速	-81.5%	1954.4%	187.5%	23.6%	22.1%
盈利能力%					
净资产收益率(平均)	1.6%	10.0%	16.1%	17.9%	19.4%
总资产报酬率	0.4%	3.1%	4.8%	4.8%	5.0%
投入资本回报率	7.0%	5.0%	10.9%	10.9%	11.1%
利润率%					
毛利率	9.1%	10.3%	14.8%	15.1%	15.1%
营业利润率	2.3%	4.5%	8.0%	8.3%	8.4%
净利润率	0.4%	3.0%	5.7%	6.0%	6.3%
营运能力					
现金循环周期	(5)	(26)	(31)	(31)	(31)
应收账款周转天数	82	84	102	114	114
存货周期天数	56	36	47	52	52
应付账款周转天数	142	146	179	197	198
净债务（净现金）	97	6,370	(2,162)	(7,929)	(13,352)
自由现金流	4,593	4,319	12,217	8,842	8,968
目标 P/E（x）		108.0	62.4	53.1	43.5
目标 P/B（x）		6.3	9.6	9.0	7.9

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

关于闻泰科技，写在开头

闻泰科技是在中国 4G 智能手机时代厮杀中存活下来，并且做到了 ODM 龙头的一家公司。而且这家公司是中国四大智能手机最好的合作伙伴之一。在中国品牌持续在海外扩大市占率的时候，这既有来自闻泰的助力，也是闻泰成长的动力。闻泰会同中国手机品牌相辅相成，在海外市场有更多的斩获。

在 2016 年，闻泰科技借壳中茵股份上市成功。这也为闻泰科技带来了足够资金去拓展智能手机 ODM 业务，从而更好的巩固自己的龙头地位。紧接着，在 2018 年-2019 年，闻泰大手笔收购安世半导体累计 74.5%的股权。并在 2020 年上半年，闻泰收购安世半导体少数股权，将股权比例提升到 98.2%。

闻泰在成功迈入千亿级市值的股票的同时，也为公司筹到足够的资金弹药，为后续的开疆拓土奠定基础。闻泰的迅速动作不仅仅是打开未来自己的成长大门，也为中国的半导体行业添砖加瓦。

展望未来，手机 ODM 和半导体业务将会带领闻泰双翼齐飞。

图表 196：闻泰科技借壳上市及并购安世半导体总结

时间	事件	交易方式	发行股份募集金额
2015 年 4 月	中茵股份宣布收购闻泰科技 51%股份	18.3 亿元，以发行股份方式支付	18.3 亿元
2015 年 11 月	中茵股份宣布收购闻泰科技剩余 49%股份	10.1 亿元现金对价收购闻泰科技 28.23%股份；以股权置换收购剩余股份，置出资产对应评估价值为 7.4 亿元	/
2018 年 5 月	闻泰科技宣布购买合肥广芯约 49.4 亿元财产份额，间接持有安世半导体 33.66%股份	144.4 亿元现金方式支付	/
2019 年 3 月	闻泰科技宣布收购合肥裕芯的 9 名股东之上层出资人的有关权益份额。交易完成后，累计间接持有安世集团 74.46%股份	199.3 亿元；以现金方式支付交易对价 99.7 亿元，其中自有资金 17.1 亿；以发行股份方式支付 99.6 亿元	99.6 亿元
2019 年 12 月	闻泰科技增发股份募集 65.0 亿，用于支付交易现金对价、偿还债务和补充流动资金等	定向增发	65.0 亿元
2020 年 2 月	闻泰科技宣布收购合肥裕芯的 4 名股东之上层出资人的有关权益份额。交易完成后，累计间接持有安世集团 98.23%股份	交易对价为 63.3 亿元；以现金方式支付 1.5 亿元，剩余以发行股份方式支付	61.8 亿元
2020 年 7 月	闻泰科技增发股份募集 58.0 亿，用于项目投资、偿还债务和补充流动资金等	定向增发	58.0 亿元

资料来源：Wind、浦银国际

ODM 龙头持续发力

● 三星和 OPPO 的 ODM 机型增加

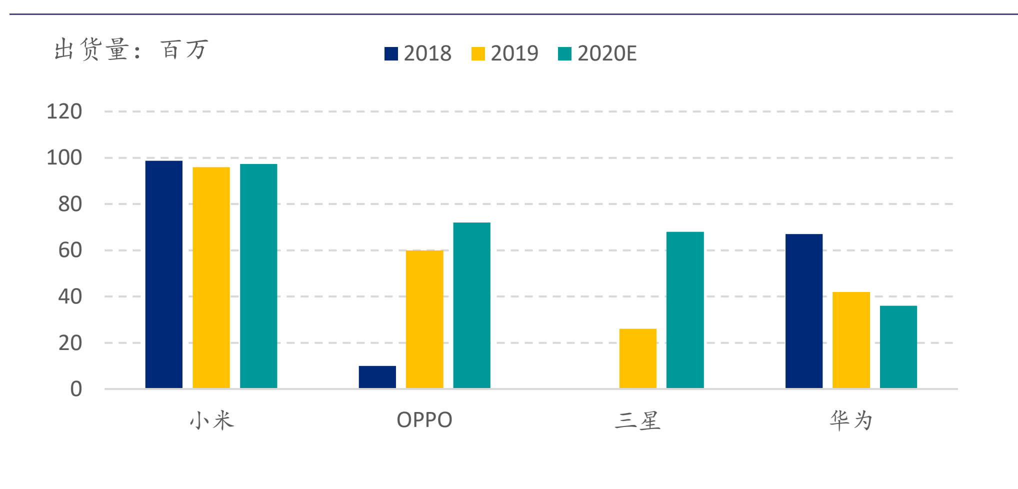
为了适应智能手机行业快速迭代和降低成本的需求，ODM 的厂商越来越受到手机品牌的欢迎。手机品牌可以将相对低端的机型研发设计和组装整个外包给 ODM 厂商，让自家品牌的低端型号也可以快速跟上智能手机品牌的变换潮流。在中国 ODM 行业中，闻泰已经连续多年出货量排名第一。

2018 年，OPPO 开始将部分机型，以及 Realme 品牌的机型委外给 ODM 厂商。OPPO 的委外机型的出货量从 2018 年的约 1000 万部上升到 2019 年的约 6000 万部。三星也在 2019 年第一次将部分低端机型委外给中国的 ODM 厂商。预计这两年，三星和 OPPO 委外的比例将持续增加。而闻泰正是抓住 2019 年 OPPO 和三星这两个客户获得高速成长。根据 Omdia，未来三星委外的 ODM 机型有望继续提升，从 2019 年的 2600 万上升到 2020 年的 6800 万部。而闻泰是三星最主要的 ODM 厂商。

展望未来，我们认为 OPPO 旗下的 Realme 将继续保持较高的 ODM 委外比例。而 vivo 旗下的互联网子品牌 iQOO 在出货量增加之后也有希望采用 ODM 模式。如果未来中美冲突没有缓和的情况下，华为无法采用自家海思的芯片，而不得不采用联发科和高通的芯片，那么华为的 ODM 委外项目有可能再次回涨。因此，我们判断随着中国品牌出海带来的出货量增长，ODM 的比例会进一步增加。

ODM 行业展望可以参考我们报告的 ODM 章节。

图表 197：主要手机品牌的 ODM 机型出货量

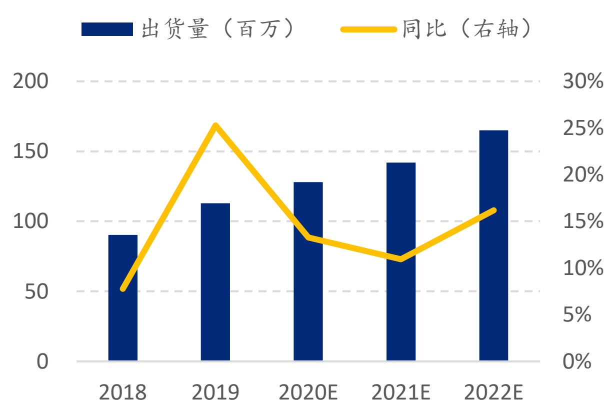


E=Omdia 预测
资料来源：Omdia、浦银国际

我们预计闻泰的智能手机出货量在2020-2022年都将保持双位数的成长，从2019年的1.1亿部成长到2022年的1.65亿部。

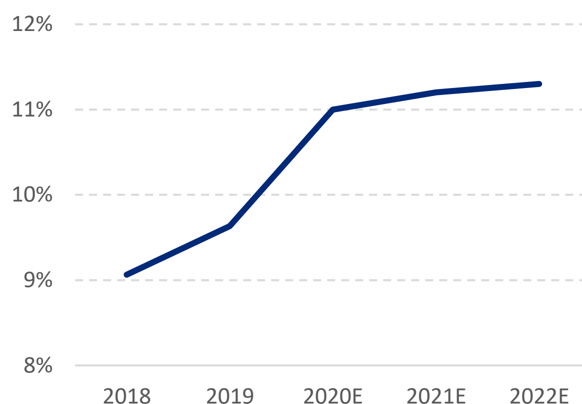
并且，如三星等客户在2019年的委外项目采用全部外包的方式，即闻泰除了研发生产，还需要负责物料采购，因此闻泰ODM业务整体的采购比例也有上升，帮助闻泰的毛利率改善。这会带来闻泰科技单机利润的上涨，从而带动闻泰ODM的利润增速高于营收增速。

图表 198: 闻泰科技智能手机出货量及预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 199: 闻泰科技 ODM 的毛利率及预测



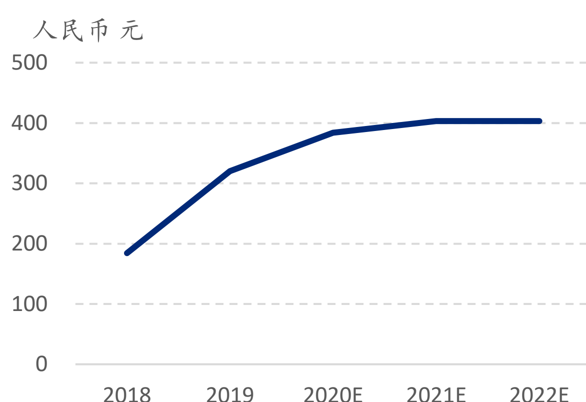
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

● 5G 向中低端机型渗透带动平均单价提升

2020 年上半年，虽然中国 5G 机型出货比例已经达到 43%，但是 ODM 的机型主要还是以 4G 机型为主。这是由于 ODM 的出货更多集中在中低端机型导致的。但是，从 2020 年下半年开始，中国的 5G 手机将从上半年的 1500 元档位继续向 1000 元档位渗透。这将 ODM 厂商带入 5G 智能手机的切换周期。

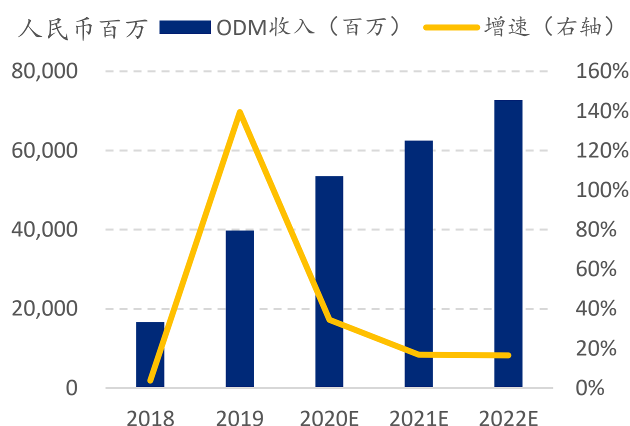
因此，我们预计闻泰科技的 ODM 业务会在 2020 年和 2021 年步入量价齐升的上升通道。我们预计闻泰的智能手机平均单价将在 2020 年和 2021 年同比上升 20%和 5%，在 2022 年保持平稳。因而，在 2020 年、2021 年和 2022 年，闻泰 ODM 收入将同比增长 34%、17%和 17%。

图表 200: 闻泰科技手机平均单价同比及预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 201: 闻泰科技 ODM 收入及预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

战略收购安世半导体

● 安世半导体是国内半导体稀缺标的

安世半导体是原荷兰公司恩智浦集团旗下的标准产品业务分部。目前，安世集团是全球领先的半导体标准器件供应商，主要产品包括分立器件、逻辑器件和 MOSFET（Metal-Oxide-Semiconductor Field-Effect Transistor，金属-氧化物半导体场效应晶体管）器件，下游应用为汽车、工业与能源、移动及可穿戴设备、消费及计算机等领域。根据 IHS，目前，安世半导体的分立器件、逻辑器件和 MOSFET 器件的主要产品市场占有率均位于全球前三。

安世半导体是国内少数可以与欧美、日本等半导体公司，如安森美、英飞凌、罗姆等，竞争的半导体公司。安世半导体的收购也为中国半导体行业的发展拓宽了疆域，加快了国产布局的脚步。

图表 202：功率半导体厂商排名情况（2017 年）

排名	分立器件	逻辑器件	小信号 MOSFET	车用功率 MOSFET
1	安世	德州仪器	罗姆	英飞凌
2	罗姆	安世	安森美	安世
3	安森美	安森美	安世	安森美

资料来源：公司资料、IHS、浦银国际

图表 203：安世半导体主要下游应用及客户



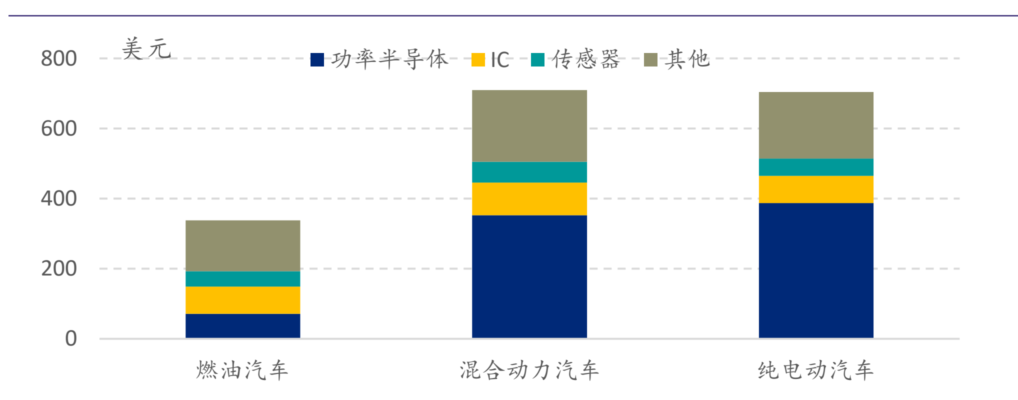
资料来源：公司资料、浦银国际

安世半导体的车规级标准器件产品是安世半导体最大的应用场景，约占安世半导体收入的 40%。汽车领域的具体应用包括汽车安全（如防锁死刹车系统）、动力系统（车载充电系统）、照明、转向、辅助驾驶等。安世半导体汽车业务的主要客户是博世、比亚迪、大陆、德尔福、电装等。

因为半导体标准器件是最基础的元器件，客户的核心需求在于能持续稳健取得大量的供应，因此安世与下游客户都建立了长期合作关系。

新能源汽车正处于发展的初期。这会带来汽车领域电子器件价值的增加，安世半导体也会充分享受行业的成长。例如混合动力汽车与纯电动汽车中功率半导体价值量就显著高于燃油汽车的功率半导体价值量。

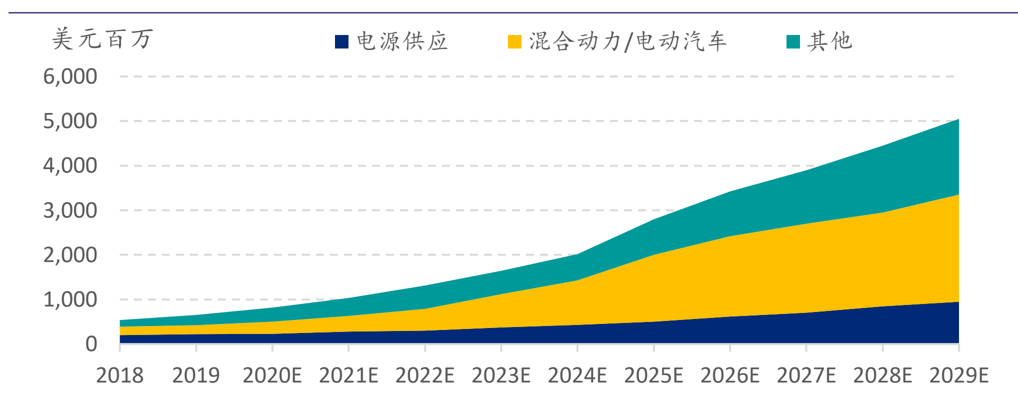
图表 204：新能源汽车功率半导体用量拆解



资料来源：Strategy Analytics、浦银国际

安世半导体也开始投入第三代半导体功率半导体器件 GaN（氮化镓）、SiC（碳化硅）研发。这两种半导体材料在混合动力和电动汽车、电源和光伏逆变器都有较好的应用和需求。根据 Omdia 的报告，全球 SiC 和 GaN 的功率半导体销售收入将从 2018 年的 5.17 亿美元成长到 2020 年的 8.54 亿美元。并且在未来十年保持年均两位数的增长。新能源汽车将是最大的应用场景，预计在 2024 年占据约 50%的份额。这为安世半导体的长期增长提供潜在动力。

图表 205：全球 SiC 和 GaN 功率器件销售收入及预测按应用拆分



E=Omedia 预测

资料来源：Omdia、浦银国际

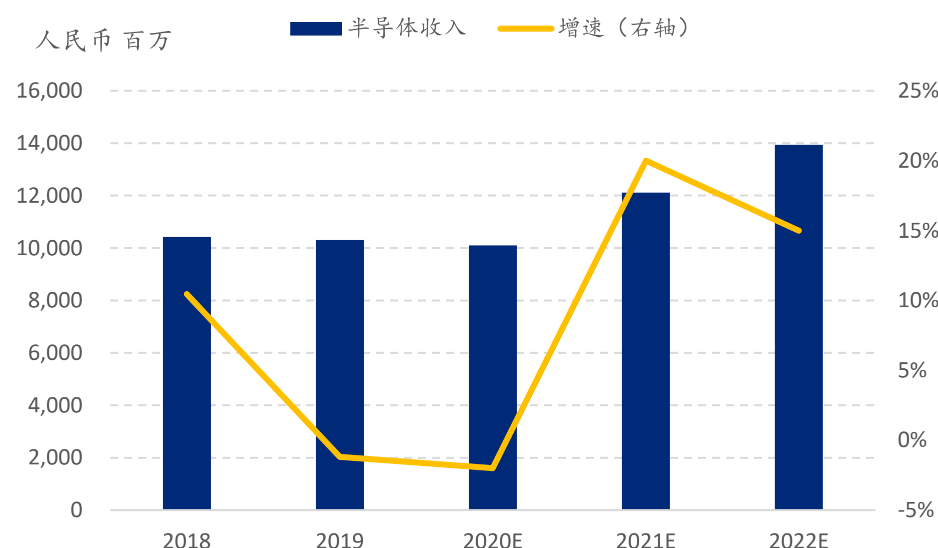
● 闻泰协助安世半导体拓展中国市场和消费电子市场

我们认为闻泰在收购安世半导体之后，可以在两个领域帮助安世半导体拓展业务：1）中国国内市场，2）消费电子中的智能手机品牌。今年上半年，闻泰科技已经协助安世半导体拿下国内电力系统的订单，为拓展国内市场迈开了第一步。

目前安世半导体在英国曼彻斯特和德国汉堡分别拥有一座前端晶圆加工厂。在中国东莞、马来西亚、菲律宾分别拥有一座后端封测工厂。安世半导体也正在国内寻找合适地点扩建 12 寸晶圆厂以适应未来市场的需求。

今年受到新冠疫情的影响，我们预计今年安世半导体的收入会有 2%的下降。从明年开始，我们估算安世半导体的收入增长在 15%以上。而国内厂商也正在积极寻找国产替代，我们预计未来 5 年安世半导体收入的复合增速会保持在 15%。

图表 206：安世半导体收入及毛利率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

竞争格局

问题一：EMS 厂商，例如富士康、比亚迪电子，会成为 ODM 厂商的竞争对手吗？

EMS 厂商的模式和 ODM 厂商的模式是不同的。EMS 和 ODM 厂商应对的是手机品牌不同的需求。为了追求制造成本的最优化，手机品牌厂商会将原本自己内部制造（代工）的环节委托给外部的合作伙伴。例如，2014 年之前，华为主要为中国运营商做定制机型时，更多的都是自己内部自建的工厂完成。但是，随着自身规模的放大，华为将手机制造委外给 EMS 和 ODM 厂商。具体 EMS 和 ODM 的比例是按照手机品牌自身需求和发展而有所变动。但是，整体 EMS 厂商和 ODM 厂商不存在直接竞争关系。甚至，手机品牌厂商要指定一些 EMS 厂商成为 ODM 组装的外协厂商。

问题二：如何看待闻泰和华勤、龙旗等在 ODM 行业中的竞争关系？

从过去几年的竞争结果来看，目前这个行业已经从之前将近 10 家主流厂商到现在几乎只剩下头部的这三位 ODM 玩家了。未来，随着中国手机品牌出海，规模继续上涨的情况下，这三家头部 ODM 厂商都是有望受益的。因此，我们认为 ODM 竞争未来不会加剧。另外，对于手机品牌来说，行业如果只有两家公司寡头竞争，手机品牌也是不愿意看到的。

另外，和另外两家竞争者相比，闻泰业务拓展更具有前瞻性。比如，2018 年和 2019 年，行业中新增的来自 OPPO 和三星的委外订单都是被闻泰率先争取到的。因此，我们对闻泰保持中国 ODM 行业龙头地位保持信心。

图表 207：中国 ODM 厂商主要客户

ODM	2019 年出货量	主要客户	畅销机型	研发中心和生产基地
闻泰	1.1 亿	华为、小米、三星、OPPO	OPPO A5 系列 小米 CC9 系列 三星 A 系列	上海、深圳、西安、无锡、台北五个研发中心和嘉兴、无锡、印度、印尼四个生产基地
华勤	8500 万	OPPO、小米、华为、联想、三星	OPPO Realme3 系列 小米 8 系列 华为畅享 9 系列	上海、东莞、西安、无锡、南昌五个研发中心和东莞、南昌两个生产基地
龙旗	7340 万	小米、华为、OPPO、联想	红米 Note7&8 系列 荣耀畅玩系列 OPPO Realme X2 系列	上海、深圳、惠州三个研发中心和惠州、南昌、南京、印度、越南五个生产基地

资料来源：Omdia、公司资料、浦银国际

问题三：安世半导体如何能与国际巨头如英飞凌等竞争，抢夺国内份额？

我们认为闻泰可以给安世半导体带来的是中国企业家对于工厂运营效率提升的优势。这是中国厂商和海外竞争者竞争过程中的优势之一。我们认为在安世半导体国内 12 寸晶圆建设起来之后，营运优势会更加明显。另外，中国政府给与中国本土半导体企业的税收优惠，安世半导体的国产替代，都是安世半导体得天独厚的条件。而且，依托中国的市场，安世半导体也会更有意愿投入前沿产品的研发。进一步研发的投入也会同样缩小与国际巨头的产品种类的差距。

从长期来看，凭借闻泰 ODM 的体量，安世半导体也有机会打入手机品牌的 ODM 业务。这是一块比汽车功率半导体更大规模的市场。尽管安世半导体和闻泰 ODM 业务的联动需要一些时间，但是我们预计未来安世在这一块未来有较高的潜在成长空间。

财务分析与预测

图表 208：闻泰科技财务模型主要假设

闻泰科技主要假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能手机					
出货量(百万)	90	113	128	142	165
货单价（人民币元）	184	320	384	403	403
业务营收（人民币百万）	**16,619**	**36,160**	**49,152**	**57,254**	**66,528**
平板					
出货量(百万)	-	9	10	12	15
货单价（人民币元）	-	422	422	422	422
业务营收（人民币百万）	**-**	**3,626**	**4,351**	**5,221**	**6,266**
主营业务收入（人民币百万）					
通讯	16,619	39,786	53,503	62,476	72,794
半导体	-	1,590	10,101	12,121	13,940
其他	716	125	-	-	-
营业收入总额	**17,335**	**41,502**	**63,604**	**74,597**	**86,733**
营收增长					
通讯	4%	139%	34%	17%	17%
半导体	-	-	535%	20%	15%
营收占比					
通讯	96%	96%	84%	84%	84%
半导体	-	4%	16%	16%	16%
毛利率					
通讯	8%	9%	11%	11%	11%
半导体	-	28%	35%	35%	35%
整体毛利率	**9%**	**10%**	**15%**	**15%**	**15%**

E=浦银国际预测

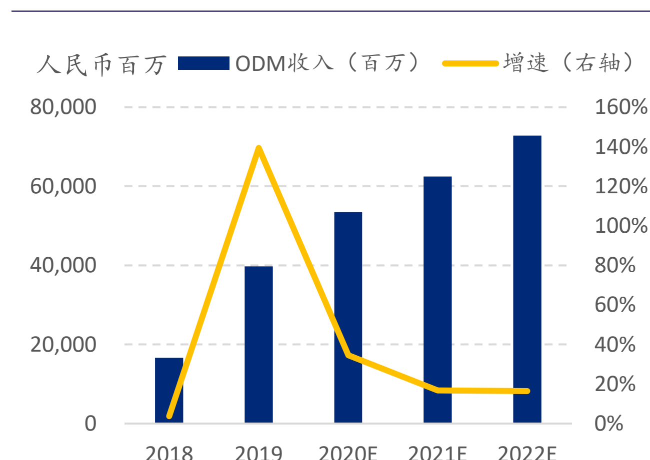
资料来源：公司财报、浦银国际

在闻泰收购安世半导体之后，闻泰的主营业务主要分为两大块：1）ODM 业务和 2）半导体业务。我们认为这两块业务收入都将在 2021 年和 2022 年保持两位数的增长。从长期来看，若闻泰 ODM 和安世半导体可以产生在手机品牌上的协同效应，安世半导体还有额外的上行空间。

从毛利率来看，手机品牌委外采购比例的提升可以提高闻泰 ODM 的毛利率。而我们预计安世半导体的毛利率未来将保持稳定。

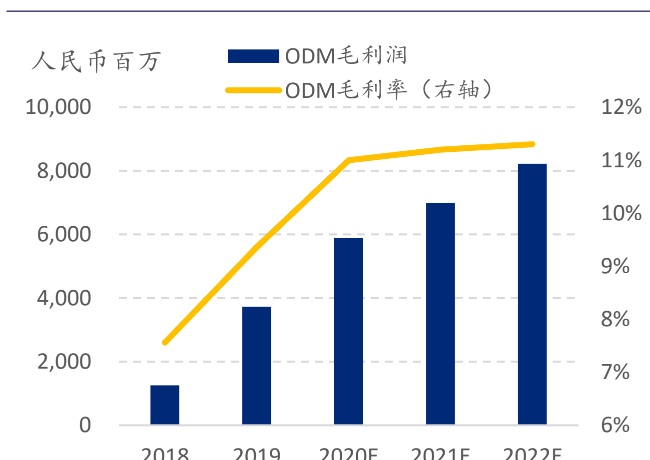
最后，以 2019 年比较，安世半导体的净利润和闻泰科技差不多，分别为 12.6 亿和 11.4 亿。今年闻泰 ODM 利润率显著改善，未来三年安世半导体贡献的净利润大约为 35%左右。

图表 209: 闻泰科技 ODM 收入及预测



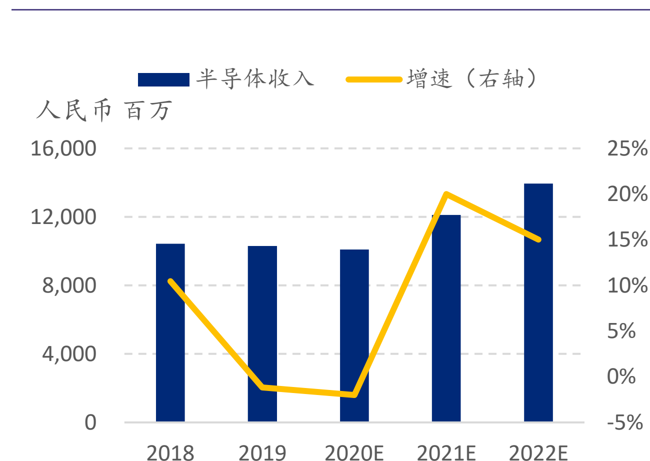
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 210: 闻泰科技 ODM 业务毛利率及预测



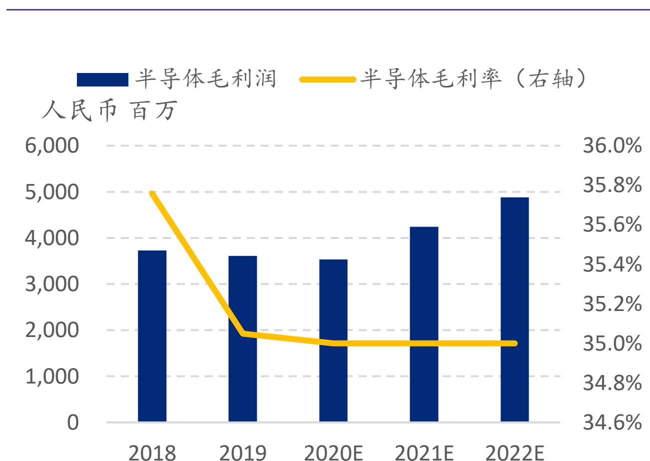
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 211: 安世半导体收入及预测



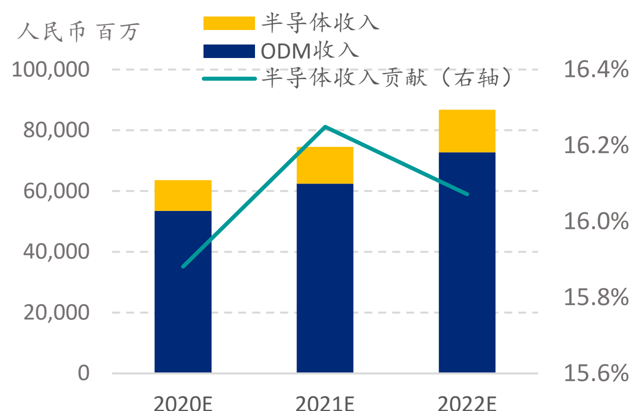
E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 212: 安世半导体毛利率及预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、浦银国际

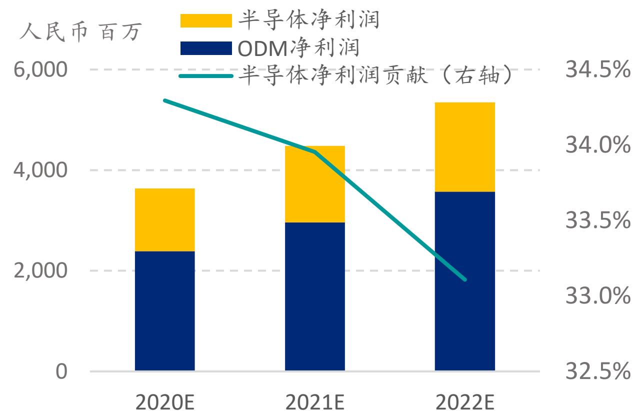
图表 213：半导体收入贡献预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

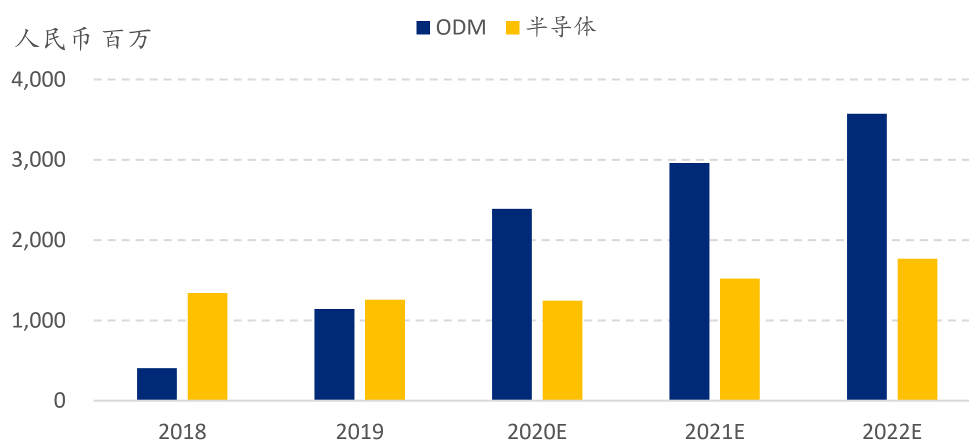
图表 214：半导体净利润贡献预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 215：闻泰科技净利润按照 ODM 和安世半导体拆分



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

风险提示

1. 三星减慢委外的 ODM 机型的出货量，拖累闻泰 ODM 增速；

2. 业务扩张期带来费用率上升而利润率下降；

3. 闻泰需要更长的时间来消化安世半导体的收购，因而安世半导体需要更长的时间来恢复；

4. 智能手机和新能源汽车需求受到国内外疫情再次反弹的影响而走弱。

估值

我们采用了 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法。我们假设闻泰科技 2025 年-2030 年的成长率从 9%逐渐下降为 3%，永久增长率为 3%。其他基本假设参考下方表格。我们得到 190 元的目标价，上涨空间 38%。我们首予“买入”评级。

图表 216：闻泰科技 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.39	债务成本	10.0%
无风险利率	3.0%	债务股本比	21%
股权风险溢价	6.1%	所得税率	6.1%
国家风险溢价	1.0%		
股本成本	12.5%	**WACC**	**11.9%**

资料来源：浦银国际预测

图表 217：闻泰科技自由现金流预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	74,597	86,733	93,256	103,186	112,473	121,471	129,366	136,482	142,623	147,330	
营收增速	*17%*	*16%*	*8%*	*11%*	*9%*	*8%*	*7%*	*6%*	*5%*	*3%*	
经营利润	6,194	7,291	8,096	9,179	10,005	10,805	11,508	12,141	12,687	13,106	
经营利润率	8.3%	8.4%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	
加：折旧及摊销	2,648	1,566	1,183	1,034	1,127	1,217	1,296	1,367	1,429	1,476	
EBITDA	8,842	8,856	9,279	10,213	11,132	12,022	12,804	13,508	14,116	14,582	
EBITDA率	*11.9%*	*10.2%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	
减：所得税	(670)	(785)	(897)	(1034)	(1127)	(1217)	(1296)	(1367)	(1429)	(1476)	
资本支出	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	(921)	
资本支出占营收比	*1.2%*	*1.1%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.6%*	
净营运资本变动	1,591	1,818	845	1,377	1,500	1,620	1,726	1,821	1,903	1,965	
自由现金流	8,842	8,968	8,305	9,634	10,585	11,505	12,313	13,041	13,669	14,150	
永续增长率											*3.0%*
自由现金流现值	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**终值**
	8,842	8,018	6,638	6,885	6,762	6,572	6,288	5,954	5,580	5,164	164,662

资料来源：浦银国际预测

图表 218：闻泰科技 DCF

WACC	自由现金流值 (人民币百万)	企业价值 (百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币元)
11.9%	231,364	231,364	-6,370	224,995	1,184	190.0

资料来源：浦银国际预测

闻泰科技 12 个月目标价为人民币 190 元，对应 2021 年和 2022 年 P/E 为 53.1x 和 43.5x。

根据闻泰科技的 ODM 业务和半导体业务拆分，两部分业务估值分别对应：1）ODM 业务 42x 的 2021 年 EPS，略高于 A 股电子类股票的平均；2）半导体业务 75x 的 2021 年 EPS，与目前 A 股半导体股票均值持平，因此我们也得到闻泰科技的目标价位 190 元。

图表 219：闻泰科技估值-分部加总法

业务	2021E EPS 每股盈利	2021E P/E 市盈率	2022E EPS 每股盈利	2022E P/E 市盈率	目标价
ODM	2.38	42.0	2.87	34.8	100
半导体	1.20	75.0	1.40	64.5	90
合计	3.58	53.1	4.37	43.5	190

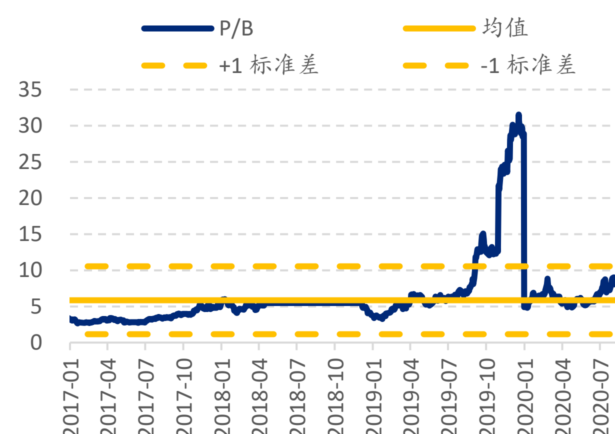
资料来源：浦银国际预测

图表 220：闻泰科技历史市盈率：历史均值 28.5



资料来源：Wind、浦银国际

图表 221：闻泰科技历史市净率：历史均值 5.9



资料来源：Wind、浦银国际

图表 222： 闻泰科技可比公司估值比较

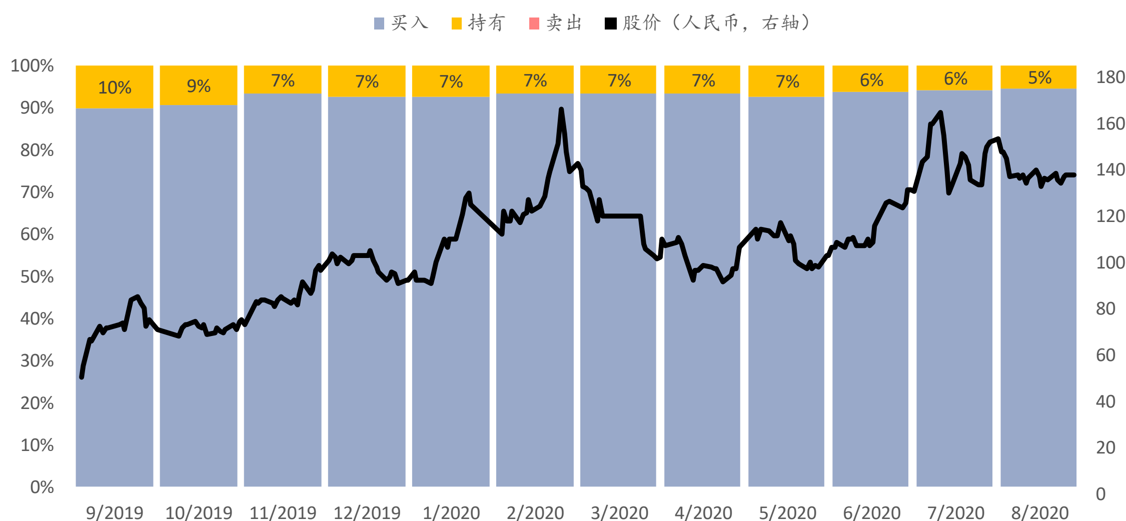
股票代码	公司名称	市值（美元百万）	股价（当地货币）	股价变动年初至今（%）	EPS同比增长			P/E（市盈率）			P/B（市净率）		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
285 HK Equity	比亚迪电子	9,551	32.9	119.3	212%	19%	9%	13.2	11.1	10.2	3.0	2.7	2.3
2317 TT Equity	鸿海	36,255	76.9	-15.3	-11%	23%	11%	10.4	8.5	7.6	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	56,088	55.0	95.9	50%	40%	26%	54.2	38.7	30.8	13.5	10.2	7.8
4938 TT Equity	和硕	5,549	62.5	-8.6	-13%	-1%	4%	9.7	9.8	9.4	1.0	1.0	0.9
FLEX US Equity	伟创力	5,440	10.9	-13.9	539%	-2%	17%	9.4	9.6	8.2	1.9	1.7	1.6
2038 HK Equity	富智康	942	0.9	-41.1	567%	-190%	11%	NA	12.8	11.5	0.5	0.5	0.5
平均								23.7	18.4	15.6	3.8	3.1	2.6
汽车半导体													
ON US Equity	安森美半导体	9,048	22.0	-9.7	29%	93%	49%	32.9	17.0	11.4	2.7	2.4	1.8
TXN US Equity	德州仪器	131,429	143.5	11.8	-3%	9%	13%	27.7	25.5	22.6	17.8	18.8	17.6
6963 JP Equity	罗姆株式会社	6,632	6,820.0	-22.3	-47%	-31%	92%	29.8	43.4	22.6	0.9	0.9	0.9
300373 CH Equity	杨杰科技	2,214	32.1	86.7	35%	30%	31%	49.4	37.9	28.9	5.2	4.6	4.0
600460 CH Equity	士兰微	3,219	16.8	8.6	NA	NA	88%	NA	105.0	56.0	NA	NA	NA
603290 CH Equity	斯达半导	4,161	178.1	NA	-2%	43%	48%	160.9	112.7	76.2	37.7	28.4	21.4
平均								60.1	56.9	36.3	12.9	11.0	9.1
手机品牌													
1810 HK Equity	小米	73,101	23.5	118.0	20%	52%	24%	41.2	27.1	21.9	5.4	4.7	4.0
005930 KS Equity	三星	271,727	54,000	-3.2	16%	39%	12%	14.7	10.6	9.5	1.3	1.2	1.1
AAPL US Equity	苹果	2,134,525	499.2	70.0	1%	17%	10%	38.7	33.1	29.7	34.6	51.0	105.2
688036 CH Equity	传音控股	13,052	111.7	144.9	20%	26%	16%	41.4	32.9	28.3	8.9	7.4	6.1
平均								34.0	25.9	22.3	12.6	16.1	29.1
电子零部件													
2382 HK Equity	舜宇	16,262	114.9	-14.8	9%	30%	22%	25.4	19.6	16.1	6.9	5.3	4.2
1478 HK Equity	丘钛	1,472	9.7	-24.6	33%	23%	18%	13.6	11.0	9.3	2.9	2.4	2.0
002456 CH Equity	欧菲光	7,441	18.9	21.2	166%	36%	34%	37.5	27.6	20.6	4.7	4.0	3.3
002241 CH Equity	歌尔声学	19,470	41.1	106.3	78%	35%	26%	57.9	43.0	34.2	7.3	6.3	5.4
300207 CH Equity	欣旺达	5,494	24.0	22.8	1%	65%	33%	48.3	29.3	22.0	5.7	4.9	4.1
300433 CH Equity	蓝思科技	22,097	34.5	149.8	57%	25%	25%	35.4	28.3	22.7	5.5	4.7	4.0
300136 CH Equity	信维通信	8,720	62.0	36.7	37%	37%	22%	43.0	31.3	25.6	9.8	7.5	5.9
平均								37.3	27.2	21.5	6.1	5.0	4.1
其他半导体													
981 HK Equity	中芯国际	37,379	24.9	108.5	-11%	-7%	15%	73.0	78.4	68.4	1.8	1.8	1.7
1347 HK Equity	华虹半导体	4,679	28.0	58.0	-37%	20%	34%	45.7	38.0	28.4	1.9	1.8	1.6
603160 CH Equity	汇顶科技	11,939	179.0	-13.3	-22%	33%	20%	44.3	33.3	27.8	10.7	8.7	7.1
603501 CH Equity	韦尔股份	21,163	167.8	17.0	245%	44%	32%	64.1	44.4	33.6	14.1	11.0	8.5
603986 CH Equity	兆易创新	13,716	199.5	36.3	61%	33%	34%	85.9	64.4	48.0	11.2	9.9	8.7
300661 CH Equity	圣邦股份	6,472	285.2	69.4	51%	51%	47%	166.4	110.1	74.9	34.2	27.3	20.5
600584 CH Equity	长电科技	9,790	41.8	90.3	620%	53%	35%	96.8	63.4	46.9	5.1	4.7	4.2
601231 CH Equity	环旭电子	7,450	23.4	21.6	22%	36%	20%	33.0	24.2	20.1	4.4	3.8	3.3
600745 CH Equity	闻泰科技	25,097	138.1	49.3	73%	18%	22%	45.4	38.6	31.6	6.0	5.1	4.1
平均								72.7	55.0	42.2	9.9	8.2	6.7

注：小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测，其余公司为 Bloomberg 一致预测，数据截至 2020 年 8 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

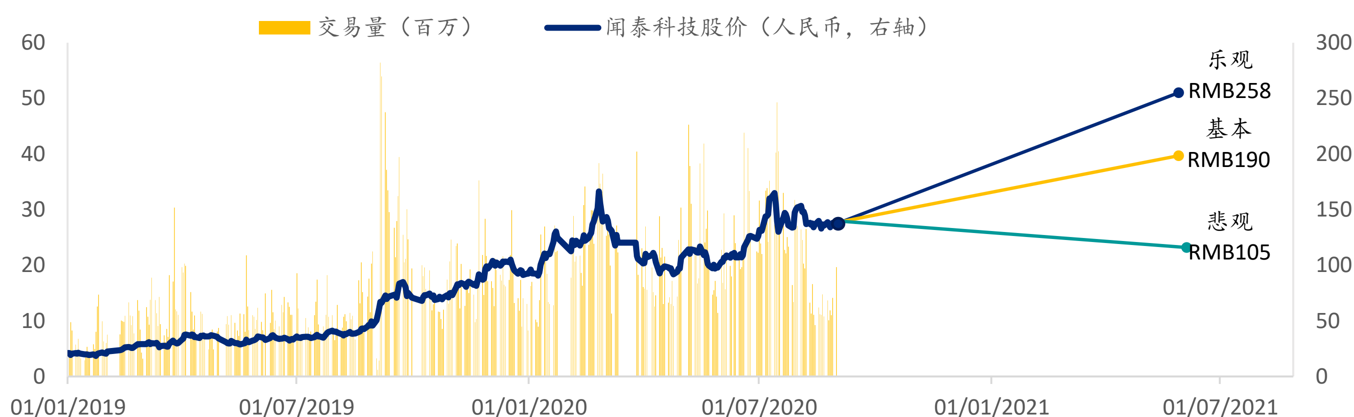
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 223：闻泰科技市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 224：闻泰科技 SPDBI 情景假设



乐观情景	悲观情景
目标价：人民币 258 元，对应 60x 2021 年 EPS	目标价：人民币 105 元，对应 42x 2021 年 EPS
• 中国手机品牌海外出货超预期带动闻泰 ODM 出货大幅提升 • ODM 业务毛利率改善程度比预期更好，推动利润增速显著高于收入增速 • 安世半导体的中国区业务拓展速度在闻泰带动下大幅提升，因而贡献更高的利润	• 海外疫情拖累中国品牌出海扩张速度，影响 ODM 手机出货量 • 华为三星等手机品牌减少 ODM 机型，或者降低 ODM 厂商采购比例，压缩闻泰的利润 • 闻泰需要更长的时间来消化安世半导体的收购，导致安世半导体增长乏力

资料来源：浦银国际预测

公司背景

闻泰科技主营通讯和半导体两大业务板块，目前已经形成从芯片设计、晶圆制造、半导体封装测试到产业物联网、通讯终端、笔记本电脑、IoT、汽车电子产品研发制造于一体的庞大产业布局。

通讯业务板块

包括手机、平板、笔电、IoT、汽车电子等领域，服务的客户均为全球主流品牌，已经与90%以上的主流品牌建立合作关系并不断深化。研发中心分布在上海、无锡、深圳、西安，制造基地分布在嘉兴、无锡、印度和印尼，另外在美国、韩国、日本设立了创新中心。

国际数据公司IDC、美国市场调研机构IHS和中国赛诺市场研究公司的研究数据均显示，闻泰连续多年出货量在全球手机ODM（原始设计制造）行业中处于龙头地位。

半导体业务板块

闻泰科技旗下的安世半导体是全球知名的半导体IDM公司，是原飞利浦半导体标准产品事业部，有60多年半导体研发和制造经验，总部位于荷兰奈梅亨，晶圆制造工厂在德国汉堡和英国曼彻斯特，封装测试工厂位于中国东莞、菲律宾卡布尧和马来西亚芙蓉。客户超过2.5万个，产品种类超过1.5万种，每年新增800多种新产品，全部为车规级产品。安世半导体年产能超过900亿颗，在与欧美半导体巨头的竞争中，安世在各个细分领域均处于全球领先。

图表 225：闻泰科技发展历程

年份	发展历程
2006	公司创立，从事手机方案设计
2007	成为中国出货量最大的手机IDH公司
2008	从IDH转型成为ODM
2012	成为全球最大的手机ODM公司
2016	成功上市
2018	收购安世半导体
2019	全球首发5G
2020	成为全球前10大手机品牌主力ODM供应商

资料来源：公司网站、浦银国际

张学政为公司实际控制人，直接和间接持有股份占总股本的 15.34%。

图表 226：闻泰科技十大股东

股东名称	持股比例
拉萨经济技术开发区闻天下投资有限公司	12.37%
无锡国联产业投资有限公司－无锡国联集成电路投资中心（有限合伙）	9.76%
天津工银国际资本经营合伙企业（有限合伙）－珠海融林股权投资合伙企业（有限合伙）	7.42%
云南省城市投资建设集团有限公司	7.32%
昆明市产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	5.67%
合肥芯屏产业投资基金（有限合伙）	4.33%
张学政	2.97%
珠海格力电器股份有限公司	2.88%
西藏风格投资管理有限公司	2.28%
西藏富恒投资管理有限公司	2.28%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 227： 闻泰科技部分高管团队

姓名	职位	履历
张学政	董事长、总经理	清华大学硕士研究生学历，曾任闻泰通讯董事长、总经理
张秋红	董事	曾任嘉兴精塑通讯科技有限公司副总经理；
张勋华	董事	曾任云南城投置业股份有限公司办公室主任、内控管理部经理、监事；
王艳辉	独立董事	博士，曾任中国通信工业协会手机中国联盟秘书长，中国软件行业协会嵌入式系统会副秘书长，集成电路及手机行业门户网站集微网创始人；
肖建华	独立董事	高级会计师，注册会计师，曾任职于海南从信会计师事务所，中准会计师事务所海南分所,海南永信德威会计师事务所等单位；
肖学兵	监事会主席	大学学历，曾任中兴通讯股份有限公司销售经理
曾海成	财务总监	曾任闻泰通讯股份有限公司审计经理
周斌	董事会秘书	曾任闻泰通讯股份有限公司审计经理

资料来源：公司官网、浦银国际

财务报表

图表 228: 合并损益表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**17,335**	**41,578**	**63,604**	**74,597**	**86,733**
销货成本	(15,764)	(37,286)	(54,184)	(63,358)	(73,629)
毛利润	**1,571**	**4,292**	**9,421**	**11,240**	**13,105**
经营支出	**(1,178)**	**(2,419)**	**(4,306)**	**(5,046)**	**(5,814)**
销售费用	(151)	(484)	(1,037)	(1,227)	(1,412)
管理费用	(295)	(615)	(1,279)	(1,501)	(1,729)
研发费用	(732)	(1,320)	(1,990)	(2,318)	(2,673)
经营利润	**393**	**1,873**	**5,115**	**6,194**	**7,291**
非经营收入	**(329)**	**(400)**	**(803)**	**(914)**	**(1,035)**
财务费用	(212)	(556)	(851)	(998)	(1,160)
投资收益	(10)	564	564	564	564
其他	(107)	(408)	(515)	(480)	(438)
税前利润	**64**	**1,473**	**4,312**	**5,280**	**6,256**
税务费用	8	(94)	(548)	(670)	(785)
税后利润含少数股东权益	**72**	**1,379**	**3,763**	**4,609**	**5,471**
少数股东权益	11	126	159	154	32
净利润	**61**	**1,254**	**3,604**	**4,455**	**5,439**
基本股数（百万）	637	712	1,184	1,245	1,245
摊销股数（百万）	637	712	1,184	1,245	1,245
基本EPS（元）	**0.10**	**1.76**	**3.04**	**3.58**	**4.37**
摊销EPS（元）	**0.10**	**1.76**	**3.04**	**3.58**	**4.37**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 229: 安世半导体损益表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,431**	**10,307**	**10,101**	**12,121**	**13,940**
销货成本	(6,701)	(6,695)	(6,566)	(7,879)	(9,061)
毛利润	**3,730**	**3,613**	**3,535**	**4,242**	**4,879**
经营支出	**(1,734)**	**(1,572)**	**(1,540)**	**(1,848)**	**(2,126)**
研发费用	(711)	(653)	(640)	(767)	(883)
销售费用	(604)	(509)	(499)	(599)	(689)
管理费用	(418)	(410)	(401)	(482)	(554)
经营利润	**1,996**	**2,041**	**1,995**	**2,394**	**2,753**
非经营收入	**(327)**	**(334)**	**(331)**	**(363)**	**(393)**
财务费用	(156)	(166)	(163)	(195)	(225)
其他	(172)	(168)	(168)	(168)	(168)
税前利润	**1,669**	**1,707**	**1,664**	**2,031**	**2,360**
税务费用	(328)	(448)	(416)	(508)	(590)
税后利润含少数股东权益	**1,340**	**1,258**	**1,248**	**1,523**	**1,770**
少数股东权益	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
净利润	**1,340**	**1,257**	**1,247**	**1,522**	**1,769**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 230: 合并资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金和受限制现金	1,903	7,714	20,710	32,304	41,863
短期投资	2,867	1,947	2,979	3,494	4,062
应收账款和应收票据	5,088	14,022	21,450	25,157	29,250
存货	1,625	5,678	8,251	9,648	11,212
其他流动负债	340	1,462	2,237	2,623	3,050
流动资产合计	**11,824**	**30,823**	**55,626**	**73,227**	**89,437**
物业、厂房及设备	577	5,605	3,561	2,599	2,145
无形资产	461	4,075	1,019	255	64
商誉	1,300	22,697	22,697	22,697	22,697
长期股权投资	1,176	42	65	76	88
其他资产	1,604	1,888	1,888	1,888	1,888
总资产	**16,942**	**65,132**	**84,857**	**100,741**	**116,320**
短期借款	2,000	2,778	7,242	13,070	17,205
应付账款和应付票据	8,088	21,693	31,524	36,862	42,837
其他流动负债	3,043	6,598	10,093	11,837	13,763
流动负债	**13,131**	**31,069**	**48,859**	**61,768**	**73,805**
长期债款	-	11,306	11,306	11,306	11,306
其他负债	80	1,335	1,335	1,335	1,335
总负债	**13,211**	**43,710**	**61,500**	**74,409**	**86,446**
股本	637	1,124	1,124	1,124	1,124
储备	2,382	18,269	21,179	23,640	26,613
少数股东权益	136	233	233	233	233
其他股东权益	576	1,797	821	1,336	1,904
股东权益总额	**3,731**	**21,422**	**23,357**	**26,332**	**29,874**
总负债和股东权益	**16,942**	**65,132**	**84,857**	**100,741**	**116,320**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 231: 合并现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3,272**	**4,620**	**12,176**	**8,694**	**8,823**
税前利润	64	1,473	4,312	5,280	6,256
折旧	130	305	2,965	1,884	1,375
摊销	198	346	3,057	764	191
其他营业活动现金流	(949)	378	(1,010)	(1,152)	(1,192)
营运资金变动	**4,344**	**3,051**	**2,550**	**1,591**	**1,818**
应收账款减少（增加）	(2,417)	(8,934)	(7,428)	(3,707)	(4,093)
库存减少（增加）	1,561	(4,053)	(2,573)	(1,397)	(1,564)
应付账款增加（减少）	3,877	13,605	9,831	5,337	5,976
其他经营资金变动	1,323	2,432	2,720	1,358	1,499
税务费用	(296)	(335)	(548)	(670)	(785)
利息收入（支出）	(218)	(598)	851	998	1,160
投资活动现金流	**(1,639)**	**(12,304)**	**(944)**	**(932)**	**(934)**
资本支出	(175)	(921)	(921)	(921)	(921)
取得或购买长期投资	(328)	(11,245)	(22)	(11)	(12)
其他投资活动现金流	(1,135)	(139)	-	-	-
融资活动现金流	**(1,424)**	**13,722**	**3,770**	**3,833**	**1,669**
借款	(496)	8,265	4,464	5,828	4,135
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(182)	(406)	(694)	(1,995)	(2,466)
其他融资活动现金流	(746)	5,863	-	-	-
外汇损益	(46)	(17)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	**163**	**6,021**	**15,003**	**11,595**	**9,559**
期初现金及现金等价物	**253**	**416**	**5,707**	**20,710**	**32,304**
期末现金及现金等价物	**416**	**5,707**	**20,710**	**32,304**	**41,863**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“增持”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:（i）本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学	
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学	
	吉他教学					
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学	
	围棋教学	高尔夫球				
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织	
	小吃+美食					暗号：666
语言学习：	英语					免费领取资料微信
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学				1131084518

微信1131084518
撩汉liaohan.net
最好资源zuihaoziyuan.com




浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL